

La crise financière : causes et conséquences

Ce débat, qui s'est tenu à l'hôtel Pommereu le 27 novembre 1987, a été organisé et animé par deux membres de notre comité de rédaction : Christian de Boissieu, professeur à l'université de Paris-Sorbonne et Yves Ullmo, secrétaire général du Conseil national de crédit. Nous poursuivrons cette réflexion dans les mois à venir, en consacrant spécialement nos numéros 5 et 6 au thème de l'interaction entre l'économie financière et l'économie réelle.

4

Ont participé à cette Table ronde :

Michel AGLIETTA, *conseiller scientifique au CEPII*

Michel CICUREL, *directeur général de la banque Cortal*

Bertrand JACQUILLAT, *professeur à l'université de Paris-Dauphine*

Gérard MAAREK, *directeur d'IPECODE*

Jean PEYRELEVADE, *président de la banque Stern*

T A B L E R O N D E

Revue d'économie financière : Nous voudrions analyser ensemble les raisons du développement récent des activités financières. En quoi est-il autonome ? En quoi est-il induit par les besoins des agents non financiers ?

Michel Aglietta : Je voudrais mettre l'accent sur une seule optique, qui me paraît fondamentale : l'idée que c'est dans la macro-économie, donc dans les changements globaux et internationaux, qu'il faut chercher en premier lieu le développement des activités financières.

Son origine remonte loin. Bien avant les années quatre-vingt. On est passé, me semble-t-il, d'une régulation monétaire des balances des paiements à une autre. Dans le système de *Bretton Woods*, un pays ne pouvait pas avoir de déficit trop important de sa balance des paiements et était contraint à certains ajustements, parce que les possibilités de financer les déficits étaient limitées par les contrôles des mouvements de capitaux.

Il en résultait un ajustement en fonction de contraintes, que les pays savaient incorporer dans la mesure où ils connaissaient à l'avance les limites de leur financement en fonction de leurs réserves. Il y avait donc des mécanismes internationaux qui s'imposaient à tous les pays, sauf les Etats-Unis, des politiques destinées à réduire les déficits avant qu'ils ne prennent une ampleur inquiétante. Aujourd'hui, le financement joue un rôle beaucoup plus grand dans la régulation des balances de paiements. Cette régulation de type financier n'est pas satisfaisante. Car les déficits ne déclenchent pas, immédiatement ou à terme, des pressions pour leur résorption.

En conséquence, on a affaire à un problème de gestion des limites de l'endettement. Les déficits peuvent augmenter et les dettes s'accumuler jusqu'à des seuils critiques où éclatent des crises par refus des créanciers de continuer à accepter les conditions du financement. Mais ces seuils ne peuvent être connus à l'avance. Les règles du jeu

deviennent ainsi elles-mêmes l'objet d'un enjeu stratégique. Une incertitude globale, un risque systémique plane sur le système financier international.

On est donc entré dans une régulation extrêmement complexe, dans la mesure où les règles du jeu sont elles-mêmes mises en cause et que d'autre part elles se situent essentiellement sur un terrain de rivalité entre créanciers et débiteurs. D'où l'incertitude et la méconnaissance des seuils à partir desquels les retournements se font. Ces facteurs sont à l'œuvre depuis le développement des euro-crédits dans les années soixante-dix. Mais le passage d'un système intermédié par les banques à un système dominé par les marchés des titres se trouve dans le changement de la nature des débiteurs et de celle des créanciers.

Les débiteurs ne sont plus les mêmes. Les Pays en voie de développement — non OPEP — ont été remplacés par des agents publics et privés américains. Etant donné qu'ils avaient des structures et des besoins de financement différents, cela a suscité aussi un changement dans les actifs financiers dominants de chaque période.

Les créanciers également ne sont plus les mêmes et leurs moyens et objectifs financiers sont différents. Aux pays de l'OPEP ayant pour objectif la liquidité de leurs placements, se sont substitués des créanciers privés ayant aussi le souci de rendements élevés et de diversification patrimoniale. Ce changement de l'équilibre mondial de l'épargne et de l'investissement a lui-même été provoqué, au tournant des années quatre-vingt, par la transformation des politiques monétaires qui a élevé les taux d'intérêts et accru la variabilité des taux d'intérêts et des taux de change.

5

Jean Peyrelevade : Je ne crois pas que ce soit simplement le changement de débiteurs qui a poussé à cette titrisation des créances et des dettes. Ce mouvement s'est accentué quand on est

entré dans la phase de désendettement et de taux d'intérêts réels élevés. Le coût de la ressource financière, qui était relativement faible au temps où les taux d'intérêt réels étaient négatifs, est devenu

LA CRISE FINANCIÈRE

beaucoup plus important dans la structure des prix de revient des sociétés.

Le fait donc de désintermédiatiser a permis de gagner... un quart de point, un demi point, un point sur le coût des ressources. Toutes les grandes entreprises, et en particulier celles des pays développés, se sont engouffrées dans ce mouvement. Puis la concurrence jouant, la sphère financière s'est alors développée très vite.

Mais il y a une seconde raison au développement maintenant en partie autonome de la sphère financière, c'est le fait que ces titres sont devenus le support d'un pur marché d'anticipation de la part des détenteurs.

Normalement, un marché financier est un lieu où les gens qui ont une capacité de financement prêtent cette capacité à des agents économiques qui ont un besoin de financement. Mais il se trouve qu'en même temps ce titre, cette créance, qui représente un ajustement de cette capacité d'épargne et de ce besoin de financement, devient pour son détenteur — et compte tenu de la modernisation des marchés —, un actif qui permet d'exprimer ou d'espérer une anticipation de valeur dans une optique à beaucoup plus court terme.

Ce qui est tout à fait paradoxal, c'est le fait qu'il y ait des fluctuations aussi importantes sur la valeur de titres à long terme dont l'actif sous-jacent est le capital productif du pays. Il est clair que la valeur économique du capital productif d'un pays ne peut varier de 30 % en trois semaines. En revanche, les anticipations des détenteurs de titres sur la valeur de ce papier peuvent varier de manière très forte.

Et puis, il y a un aspect ludique : on achète une action non plus exclusivement pour financer l'investissement de BSN ou de Saint-Gobain, mais parce qu'on espère que dans les six mois à venir elle va monter. La personne qui la vend pense au contraire que l'action va baisser. Et donc nous échangeons non plus une vue sur le développement économique à long terme de l'entreprise, mais sur la variation à six mois de la valeur d'un bout de papier sur laquelle nous faisons des paris opposés.

C'est un facteur d'autonomie tout à fait nouveau, que je crois en partie pernicieux d'ailleurs. Mais c'est probablement un des sujets de ce débat.

6

REF : Les deux premiers intervenants se réfèrent à ce que les Anglo-saxons appellent les *fundamentals*, Jean Peyrelevade commence à faire intervenir le comportement des acteurs financiers, qu'en est-il des autres intervenants ?

Gérard Maarek : Je crois assez que les bouleversements macro-économiques sont un facteur explicatif important du développement de la sphère financière au cours de ces dernières années. On a assisté à des déséquilibres croissants non seulement entre pays, et Michel Aglietta en a parlé abondamment, mais aussi à l'intérieur des économies.

Il y a également un autre phénomène. C'est la montée des risques sur les taux d'intérêts et sur les taux de changes. Il n'est pas possible de relier ce phénomène aux seuls déséquilibres de balance des paiements, car il est plus ancien. Il tient à la fois de l'effondrement du système monétaire international tel qu'on l'avait connu jusqu'en 1971, et de

l'excès d'inflation qui est à l'origine de cet effondrement. Pour faire face à ces difficultés, est née une sorte d'industrie de couverture et de répartition des risques.

A côté de ces forces macro-économiques, il faut aussi évoquer la longueur exceptionnelle de la phase de baisse des taux d'intérêts sur plusieurs années. Ce seul mouvement est à l'origine d'un engouement très fort pour les titres longs. C'est un phénomène d'ailleurs parfaitement réversible parce que conjoncturel.

Nous y sommes très attentifs en France car nous venons d'une situation où l'administration des marchés était forte. Je ne suis pas sûr que les Américains soient aussi sensibilisés que nous à

T A B L E R O N D E

cette question. Ils ont peut-être connu chez eux un développement de la finance, mais ils n'ont pas connu en plus la libération et le décloisonnement des marchés que nous avons connu ces dernières années.

Pour terminer, je poserai une dernière question concernant l'aspect un peu normatif des cho-

ses : faut-il voir un progrès dans ce développement ? Il semble bien que ces marchés, qui portent sur des valeurs fondamentales inconnues ou mal cernées, ont comme propriété d'accroître la variabilité des prix autour de ces valeurs fondamentales, et qu'il y a là peut-être une situation sous-optimale par rapport à celle que décrit la théorie.

Michel Cicurel : Au cours de ces dernières années, les déficits budgétaires et commerciaux américains offraient une situation particulièrement favorable pour le développement des transactions financières. Ce besoin de financement conséquent faisait appel de plus en plus à l'émission de titres par les Etats-Unis et au cours de la période récente de désinflation et de taux d'intérêts élevés, ces titres, qui sont des bons du Trésor et représentaient donc peu de risque, trouvaient facilement des acheteurs.

En face, on avait par ailleurs une offre de

capitaux assez spontanée, puisque les principaux créanciers du monde, le Japon et la RFA, n'étaient pas capables — et ils ne le sont toujours pas — d'absorber leur propre épargne, pour des raisons structurelles, et notamment démographiques.

Si on ajoute à ce cadre général le développement considérable des technologies et de la communication, et les processus d'innovation et de déréglementation financières, on comprendra mieux l'extraordinaire croissance, mais aussi la mondialisation des activités financières de ces dernières années.

Bertrand Jacquillat : C'est vrai qu'il y a un aspect ludique dans l'investissement financier qui, avec le développement de certaines psychologies collectives, peut entraîner des excès dans un sens ou dans un autre, à la hausse comme à la baisse.

On ne peut cependant conclure hâtivement que les investisseurs ont perdu ces derniers mois toute notion des *fundamentals*, que leurs anticipations étaient devenues autonomes. Afin de porter un jugement lucide sur ce qui s'est passé et la responsabilité des acteurs, il est nécessaire de bien appréhender les styles de gestion de portefeuille adoptés par les grands gérants institutionnels, notamment dans les pays Anglo-saxons. Il y a trois styles de gestion de portefeuille : la gestion indiciaire, encore appelée gestion naïve ou gestion passive, dont le seul objectif est d'obtenir une performance aussi proche que possible, voire identique à un indice.

La gestion dynamique ou active porte à la fois sur la sélection des titres et sur la répartition d'un portefeuille entre classes d'actifs, pour simpli-

fier actions-obligations et bons du trésor. Compte-tenu de certaines contraintes et notamment l'aversion au risque des clients, la gestion active choisit des propositions en fonction des taux de rentabilité anticipés de chacune des classes d'actifs, de leurs risques et de leur degré de corrélation. En gros, c'est un type de gestion qui met l'accent sur les actifs qui apportent à un certain moment le meilleur rapport rentabilité risque. Après la hausse importante du premier semestre 1987 et la baisse concomitante des obligations, les gérants actifs étaient massivement en obligations et en bons du Trésor.

L'assurance de portefeuille, troisième type de gestion, consiste à protéger un portefeuille contre la baisse des titres tout en lui permettant de profiter de leur hausse. Elle requiert une allocation dynamique et non statique dans le temps entre actions et obligations; elle s'apparente à une politique de gestion fondée sur les « ordres stop » en Bourse de Paris. Elle a pour conséquence que le gérant augmente la part actions du portefeuille en

L A C R I S E F I N A N C I È R E

cas de hausse des actions et la diminue en cas de baisse.

Ces trois types de gestion répondent à des aversions au risque tout à fait différentes. La gestion naïve ou passive, qui par définition n'est pour ainsi dire pas intervenue pendant le déclin d'octobre, correspond à une aversion au risque moyenne. La gestion dynamique est plus opportuniste et correspond à une aversion au risque plus faible, bien que de tels programmes de gestion se font par optimisation sous contrainte et que l'on peut introduire une contrainte du type « 40 % en obligations et bons du Trésor » quoiqu'il arrive.

L'assurance de portefeuille correspond à une aversion au risque forte. En introduisant une discipline de type « ordres stop » dans la gestion, l'assurance de portefeuille permet à certains investisseurs de placer à risque leurs capitaux dans des proportions en moyenne plus importantes qu'ils ne le feraient autrement. La gestion institutionnelle de portefeuille est donc devenue une véritable industrie de la prise et du contrôle du risque ainsi que de la mesure de performance, à la fois très sophistiquée et très subtile, sans même parler des nouveaux marchés d'assurance de types futurs et options.

REF : Les uns et les autres, d'une certaine manière, ont déjà anticipé notre question suivante : Y a-t-il des déséquilibres entre transactions physiques et transactions financières ? Sur quels indicateurs les diagnostiquer ?

Michel Cicurel : Clairement, oui. Un chiffre, que cite volontiers Jean Peyrelevade, est assez significatif à cet égard : pour toute unité de transaction commerciale dans le monde, il y a

cinquante unités de transactions financières. Je crois qu'un tel volume de transactions financières sans contrepartie commerciale réelle, est bien la marque d'un déséquilibre.

8

Bertrand Jacquillat : Certes, mais rappelons que la somme de la plupart de ces transactions financières est nulle. Elle ne correspond à aucune création de monnaie, à aucune mobilisation d'épargne. Ces transactions financières correspondent pour la plupart à des opérations de transferts de risques. Parler, donc, d'un déséquilibre entre tran-

sactions commerciales et transactions financières revient à porter un jugement de valeur sur le degré d'aversion au risque des opérateurs, et s'ingérer dans la gestion des risques des entreprises — lesquels se sont accrus pour les raisons invoquées il y a un instant par plusieurs intervenants. Ceci me semble dangereux.

Michel Cicurel : Comme l'a rappelé récemment Raymond Barre, au Carrefour européen du capital risque, il y a le bon et le mauvais risque. Le bon risque est celui de l'entreprise en situation de concurrence et de progrès technique accéléré. Le mauvais risque est celui qui s'apparente à de la pure spéculation financière, fonctionnant dans un milieu clos, et sans référence à l'appréciation des risques d'entreprise. La hausse et la baisse dramatiques qu'a connu le marché des actions dans son ensemble entraîne une grave pollution de l'étalon

financier qui ne permet plus de mesurer convenablement les risques spécifiques d'entreprises cotées.

De même que l'hyperinflation ôte toute efficacité au système de prix relatifs. Autrement dit, un jeu financier, même s'il est vrai qu'il est à somme nulle, devient pervers lorsque l'aversion au risque des opérateurs devient volatile à l'excès, sans référence à la situation réelle de l'économie et des entreprises, nourrissant un volume absurde de transactions financières.

T A B L E R O N D E

Jean Peyrelevade : Je pense en effet qu'il existe maintenant une autonomie de la sphère financière, qui en plus peut être perverse pour l'équilibre économique. Le développement autonome des marchés financiers, résultat de chocs économiques, peut être lui-même productif de chocs, avec toutes les conséquences négatives que cela implique. Ce que nous venons de voir depuis quelques semaines en est une bonne illustration.

Pourquoi ? Parce que les nouvelles caractéristiques des marchés financiers font que les prix anticipés ou futurs sur ces marchés à terme, dont Gérard Maarek parlait tout à l'heure, peuvent s'écarter durablement du prix d'équilibre fondamental sous-jacent.

Il y a d'abord une première raison d'ordre philosophique, et qui va peut-être déclencher des divergences entre nous : je ne vois pas pourquoi un marché qui s'appellerait marché de futur serait en soit prescient. Je ne vois pas en quoi un marché permettrait de prévoir l'avenir à coup sûr. Je ne

pense pas qu'il y ait une organisation humaine quelle qu'elle soit, par nature ou par construction, qui ait le don de prévoir l'avenir. Autrement dit, je ne crois au fait que les anticipations soient toujours rationnelles par rapport à l'évolution des *fundamentals*.

Pour que les deux marchés, le marché de futur et le marché physique fondamental ne s'écartent pas trop, il faut qu'il y ait une force de rappel qui permette à intervalles réguliers de recaler les anticipations, par la constatation de l'écart, sur la tendance fondamentale. Or, et Michel Aglietta l'a bien dit tout à l'heure, compte tenu de la nature des ajustements macro-économiques, les forces de rappel dont nous disposons maintenant sont très affaiblies.

A partir de là, il peut y avoir de toute évidence une accumulation d'écarts forte entre les deux types de prix. Il suffit d'une petite perturbation pour provoquer brusquement le rapprochement qui entraîne le choc, dans un marché qui jusqu'alors se trouvait dans une sorte d'équilibre « métastable ».

Michel Cicurel : Je partage naturellement le point de vue de Jean Peyrelevade. En effet, on ne voit pas du tout pourquoi un marché de futures, et notamment les marchés de futures, comme nous les avons vus fonctionner dans les dernières années ou les derniers mois, auraient le don de prévoir avec exactitude l'avenir.

Mais il ajoutait aussi qu'aucun instrument ne permet de le faire, et notamment pas la prescience des autorités. Or aujourd'hui le débat est bien là. Va-t-on mettre des limitations réglementaires à la capacité des marchés de refléter fidèlement les anticipations ?

Les marchés ont au moins en théorie cet avantage que toutes les anticipations ne se font pas nécessairement dans le même sens. Par conséquent, il existe une meilleure diversité des anticipations, qui permet de mieux répartir le risque

que lorsque celles-ci sont prises par un G7, que nous supposons par hypothèse un même si ce n'est pas le cas actuellement. Lorsque les anticipations sont gérées de façon autoritaire par les pouvoirs publics, on est certain que les anticipations seront totalement, justes ou erronées.

Si les marchés de futur ont si mal fonctionné, c'est justement parce qu'il n'y a pas eu vraiment de diversité des anticipations. Leur uniformité a résulté d'une part de l'application des programmes de *trading* automatique, et de l'autre, de la nature extraordinairement hermétique du milieu des gestionnaires financiers qui pensent la même chose en même temps. Ce second facteur me paraît beaucoup plus fondamental que le premier : même sans programme *trading*, on aurait eu vraisemblablement le même type de réaction des marchés de futur.

LA CRISE FINANCIÈRE

Bertrand Jacquillat : Je ne partage pas le point de vue de Jean Peyrelevade et pas tout à fait non plus celui de Michel Cicurel. Certes, il arrive aux marchés de se tromper. Le meilleur exemple historique à cet égard est la hausse boursière de 1962 aux Etats-Unis qui n'a pas été suivie de récession.

L'indice *Standard and Poors* entre dans la composition de l'indicateur avancé au *Bureau of economic analysis* du Département du commerce. Il est crédité de la note « L L L », ce qui signifie qu'il est censé annoncer les pics, les creux et les mouvements d'ensemble.

Sauf exception, il est vérifié que toute récession a bien été précédée d'une chute de la Bourse. Et après tout ceci n'est pas autrement étonnant : sauf à nier complètement l'utilité sociale des analystes financiers et prévisionnistes professionnels en tout genre, ce sont eux qui sont à la source des décisions d'investissement des grandes institu-

tions financières, et il est normal qu'ils aient raison plus d'une fois sur deux.

Mais il est tout à fait exact que la prévision et les mouvements boursiers sont affectés de « bruits blancs » par nature imprévisibles et qui peuvent donner l'impression que ces mouvements boursiers sont erratiques voire irrationnels.

J'ajouterais que si l'on prend une perspective historique, on n'a constaté aucune augmentation de la volatilité des marchés boursiers jusqu'à ces derniers temps. Les études longues montrent au contraire que la volatilité du marché des actions de New York était plus importante au cours des quarante premières années de ce siècle qu'elle ne l'a été au cours des quarante suivantes. La volatilité du même marché, depuis la création des marchés de futurs et d'options n'a pas augmenté. Elle est restée inférieure à la volatilité des autres grands marchés d'actions qui n'avaient pas encore de tels marchés de transfert de risques.

Gérard Maarek : Je suis assez d'accord avec l'analyse qui est faite du caractère cyclique et instable des marchés. D'abord, il faut bien distinguer les marchés pour lesquels la valeur fondamentale est soit inconnue soit très difficile à cerner. C'est le cas des actions, des devises aussi. Sur d'autres marchés comme celui des obligations ou des biens immobiliers, la valeur ne peut pas s'écarter durablement d'une valeur fondamentale qui est calculable. Seuls les premiers peuvent donner lieu à des mouvements cycliques, voire dans des cas extrêmes à des bulles spéculatives comme celle que nous venons de connaître.

La raison en est relativement simple — je paraphrase un peu ce qu'a dit Jean Peyrelevade — : Il y a sur ces marchés deux sortes de gens ; d'une part des pères de famille qui ont des horizons longs et qui sont intéressés par les valeurs fondamentales — et donc qui essaient d'observer dans quelle mesure le prix courant s'écarte de cette valeur fondamentale —, d'autre part il y a des « aventuriers », c'est-à-dire des gens qui ne sont intéressés que par un horizon court et par des plus-values.

Pour ceux-là, peu importe la valeur fondamentale, ils ne la connaissent pas ; ils rentrent dans

des marchés qui sont en progression et, par le fait même de leur comportement, ils vont accentuer la hausse : la hausse appelle la hausse.

Mais par nature il existe des forces équilibrantes. Il y a des parachutes. Dépassées les limites, les pères de familles deviennent plus nombreux, les aventuriers cessent de l'être et on revient à la valeur fondamentale.

Le caractère cyclique de ces marchés est donc une donnée presque inévitable. Quelle que soit l'organisation économique que l'on imagine, pourvu qu'elle reste un système de liberté, on n'évitera pas ces mouvements.

Mais revenons à la question qui nous est posée. Vous nous demandez s'il y a déséquilibre entre transactions physiques et transactions financières. Derrière cette question, je vois l'accusation souvent entendue, selon laquelle le secteur financier serait en train de « vampiriser » le secteur réel en y prélevant des ressources. Je crois que c'est inexact.

Prenons, dans le cas français, les effectifs employés dans le secteur « banques et assurances ». Là, il s'agit bien de ressources réelles, d'hommes, de compétences. C'est 600 000 personnes, soit 3 % de la population active, qui sont

T A B L E R O N D E

distraites de la sphère réelle. Ce n'est donc pas énorme. De 1982 à 1986, l'emploi n'a augmenté que de 0,8 %. Cette industrie, il faut l'appeler par ce nom, est dans une situation de rendements croissants. Elle est capable de traiter, avec des effectifs et des équipements relativement stables, des « valeurs » qui peuvent être considérables.

Il n'y a donc pas « vampirisation », il n'y a pas prélèvement de ressources vraies ou réelles sur la sphère physique. Il y a simplement gonflement des quantités à traiter, et tout ceci se fait sans grandes difficultés par une augmentation apparente de la productivité du secteur.

Michel Aglietta : Définir un déséquilibre suppose que l'on sache quelle est la référence d'équilibre dont on parle. On voit bien, dans une économie où la référence est la notion de croissance régulière, qu'un certain nombre de ratios doivent être constants. On doit avoir, par rapport à un certain sentier de croissance, un taux d'endettement optimal, qui peut être calculable en fonction des comportements des agents économiques.

Dans ce type de croissance, les structures financières des agents sont constantes et le coût du capital est égal à sa rentabilité. On appellera alors déséquilibre tout ce qui ne sera plus conforme à ces égalités.

Mais cette référence ne nous est d'aucune utilité car il est possible que des économies croissent d'une manière satisfaisante pendant de très longues périodes, avec des taux de rendement très supérieurs au coût du capital, et des taux d'endettement en augmentation régulière.

La question fondamentale porte donc sur la notion d'endettement soutenable et notamment sur le problème des structures d'endettement instables. Il s'agit — on l'a dit — de situations où les agents s'endettent au point de devenir très vulnérables aux conditions économiques externes, qu'ils ne contrôlent pas. Leur solvabilité reste bonne si les taux d'intérêts sont dans certaines plages ; mais si tout à coup ceux-ci arrivent à des niveaux beaucoup plus élevés, l'agent, sans pouvoir réagir, se trouve dans une situation de quasi-insolvabilité et il doit lui-même continuer à s'engager dans un endettement de détresse.

C'est exactement ce qui s'est passé pour les Pays en voie de développement lorsqu'ils se sont trouvés devant une montée non anticipée des taux d'intérêts, et parallèlement une baisse des prix des matières premières, au début des années

quatre-vingt. Mais le repérage de cette instabilité est très difficile.

Quant à l'autre élément, celui des bulles internes au marché, j'ajouterai simplement que si les anticipations sont polarisées, cela résulte de comportements tout à fait rationnels, pour des agents économiques sous l'empire de la liquidité, et s'intéressant aux variations de cours immédiates ou à court terme. A ce moment-là, le marché se ferme sur lui-même, car c'est la valeur liquidative des titres qui prime à tout moment.

Il serait irrationnel dans de tels marchés de regarder le rendement prospectif futur des entreprises. La seule chose qui compte, si l'on ne veut pas perdre de l'argent, c'est d'observer ce que pensent les autres. Il est de toute logique que sur de tels marchés les anticipations se polarisent et deviennent unanimes. C'est l'opinion moyenne qui prévaut. Elle n'est que la synthèse des anticipations de chacun sur les anticipations des autres !

En conséquence, dans ces marchés financiers, il y a une indétermination des prix *a priori*, car le cours des titres est « n'importe quelle valeur sur laquelle les anticipations convergent ». Il n'y a pas de valeur d'équilibre. C'est la notion d'indétermination qui exprime, beaucoup plus qu'un déséquilibre, le sens profond des évolutions auxquelles on est confronté.

Il n'y a pas de force de rappel. C'est bien le problème des bulles. Lorsqu'elles crèvent elles engendrent une crise. Le problème du déséquilibre est en amont du fonctionnement des marchés. Il se trouve dans les conditions macro-économiques qui incitent les agents à rechercher un surcroît de liquidité par rapport à leurs dépenses réelles.

Le principal marché du monde aujourd'hui, le marché des changes, est par nature un tel marché. Car le marché des changes n'est pas en

LA CRISE FINANCIÈRE

tant que tel un marché de placement. Il est entièrement dominé par les gains et pertes en capital. En outre, les taux de change entre les grandes devises sont affectés par une multiplicité

tellement complexe de facteurs qu'il est bien difficile, à court terme, d'avoir un modèle des fondamentaux.

REF : Il y a probablement là une contradiction. Gérard Maarek veut-il répondre ?

Gérard Maarek : Oui, en effet. J'ai plaidé pour une explication du caractère cyclique de ces marchés. On est évidemment très impressionnés par le krach récent. Mais c'est un événement « cinquantenaire » ; on n'a pas beaucoup d'exemples de ce genre dans l'histoire. La plupart du temps — et il suffit de regarder les cours de bourse aux Etats-Unis depuis la fin de la guerre —, ce phénomène a vraiment un caractère cyclique. Ce qui prouve bien qu'il existe des forces de rappel.

Sur les marchés des devises, il en va de même. On observe à certains moments des retour-

nements. Pourquoi le dollar, qui a atteint un sommet en février 1985, s'est-il retourné ? Il ne s'est rien passé d'extraordinaire à ce moment-là, si on y réfléchit bien. Il s'est retourné parce que ceux que j'ai appelé les pères de familles sont devenus plus nombreux et ont considéré à ce moment-là que 10,65 F, ou l'équivalent en marks, était intenable.

Les bulles et les krachs sont des phénomènes tout à fait exceptionnels. Il ne faut pas condamner les marchés financiers et jeter le bébé avec l'eau du bain : les bourses sont utiles.

12

Michel Aglietta : Je ne suis pas du tout d'accord sur ce qui a fait crever la bulle du dollar. Tout le monde savait que celui-ci était trop haut et personne ne pouvait faire autre chose qu'acheter parce que personne ne voulait être le dernier à gagner à la hausse du dollar. La raison pour laquelle la bulle a crevé est la suivante : depuis le début des années quatre-vingt, toutes les banques centrales s'étaient retirées de la gestion du marché des

changes et n'étaient pas intervenues ; or à la fin février 1985, l'intervention massive de la Bundesbank a été un signal de départ pour les anticipations, qui n'attendaient que cela pour se retourner. Il faut un élément exogène, dans la dynamique d'une bulle, pour que l'anticipation se retourne. Et l'élément exogène, en l'espèce, a été fourni par la Bundesbank.

Jean Peyrelevalde : Je trouve le débat entre Gérard Maarek et Michel Aglietta à la fois très intéressant mais assez formel. Car il me semble que la différence entre une bulle et un cycle est, si je puis dire, la différence de la pente au moment de la redescende.

Si j'analyse les relations entre l'économie financière et l'économie réelle, en terme de conséquences économiques réelles, que le dollar perde 50 % de sa valeur en un an ou que la Bourse tombe de 30 % en trois semaines, je veux bien que l'on appelle une chose un krach et l'autre un cycle. Mais

les conséquences me paraissent également dommageables.

Prenons l'hypothèse du cycle, c'est-à-dire l'hypothèse douce de Gérard Maarek, et supposons par principe qu'il y ait une espèce de marché qui traduise cette valeur cyclique. Mais supposons aussi, par principe, que la négociabilité des actifs soit extrêmement limitée sur ce marché, donc que le stock d'actifs financiers ne tourne pas, qu'il soit détenu à peu près toujours par les mêmes mains. Ce qui, après tout, pour des actifs longs, ne devrait pas être une hypothèse complètement irréaliste.

T A B L E R O N D E

Si cette détention était stable, les fluctuations cycliques de la valeur résultant de l'affrontement abstrait d'anticipations n'auraient à peu près aucune importance. Si j'ai acheté quelque chose à 100, que cela monte à 120 et que cela redescende à 100 ; en fin de période j'ai peut-être eu un manque à gagner que je peux regretter tous les soirs en pleurant dans mon lit. Mais fondamentalement il n'y a pas eu de génération de perte dans l'économie à aucun moment.

Il m'apparaît qu'existe un aspect pervers, lié paradoxalement à la modernisation rapide des marchés. Dans ces marchés maintenant globaux et continus, la négociabilité, et par conséquent la rotation du stock, s'est accrue considérablement. Le stock financier tourne très vite sur lui-même et, c'est cela qui explique le rapport de 50 que Michel Cicurel appelait tout à l'heure entre le volume des

chiffres d'affaires financiers et le volume des transactions réelles.

Quand le stock tourne très vite sur lui-même, cela veut dire que si le prix monte de 100 à 120, il y a des gens qui sortent et qui encaissent effectivement la plus-value. Mais plus ceux-ci sont nombreux plus il y a de gens qui entrent au sommet du cycle et qui, au moment de la baisse, vont effectivement encaisser une perte. Ce mécanisme de marché dans lequel nous sommes entrés permet donc d'extérioriser régulièrement les plus-values et en contrepartie, nécessairement les pertes.

De ce point de vue, je suis assez persuadé, qu'il s'agisse d'éclatement de bulle ou de redescente rapide de cycle, que les conséquences sur l'économie réelle seront tout à fait redoutables.

REF : En France, le débat s'est concentré surtout sur la question de savoir si les agents non financiers se sont désintéressés de l'économie réelle, et ont préféré les placements financiers aux financements des investissements industriels et immatériels. Qui veut répondre sur ce point ?

Michel Cicurel : Sur ce thème, on mélange deux choses. Le niveau élevé des taux réels renforcé par la baisse des taux nominaux a gonflé les marchés de titres à revenus fixes et peut-être accentué le comportement « financier » de certaines entreprises. L'explosion du marché des actions est un phénomène d'une autre nature. Il est vrai que l'on a assisté dans la période récente, très vraisemblablement, à une accélération de la circulation des risques, et c'est probablement le cœur de la troisième question. Les investissements stratégiques ne peuvent être financés que par des capitaux à risque, à la différence des investissements de productivité dont le *return* est rapide et qui relèvent du crédit. Pour financer les investissements à risque, il est utile que le risque circule, et donc que les marchés primaires et secondaires des actions soient porteurs et actifs.

Mais pour avoir des marchés financiers réellement efficaces permettant d'assumer dans de bonnes conditions la prise de risque, il faut que l'on ait en face des preneurs de risques finaux. L'une des caractéristiques du capitalisme financier contemporain, c'est qu'il y a de moins en moins de preneurs de risques. On fait du capitalisme, sans capitalistes.

C'est particulièrement vrai en France, où les actionnaires ne sont pas des actionnaires, mais des titulaires de livrets A espérant un rendement de 50 %. Même dans les pays où un capitalisme capable de porter les risques existe en principe, le marché est en réalité dominé par des fonds de pension ou des organismes de placement collectif qui, en fait, ne portent pas les risques durablement mais recherchent une performance à court terme, voire à très court terme en raison du contexte fortement concurrentiel.

Peut-on vraiment développer des marchés financiers efficaces, des marchés destinés à faire circuler le risque, en l'absence des conditions économiques favorables à une prise de risque ?

Et peut-on considérer que le niveau élevé des taux réels, la fiscalité dissuasive des fonds propres et des patrimoines, le court-termisme des gestionnaires de portefeuille, l'ensemble technique, tarifaire et fiscal qui favorise la vitesse de circulation des risques sont des éléments de nature à favoriser l'apparition de vrais actionnaires durablement liés à l'entreprise ?

L A C R I S E F I N A N C I È R E

Gérard Maarek : Pour ma part, je répondrai peut-être de façon un peu brutale à la question, en disant : oui, il est exact que les entreprises françaises, jusqu'à un certain degré, ont arbitré en faveur des activités financières au détriment des activités réelles, et elles ont eu raison de le faire.

La réalité des faits est, je crois, assez facile à établir. Il y a des traces macro-économiques de ce phénomène à différents niveaux : on le voit dans le taux d'autofinancement, qui a atteint un sommet historique en 1986, dans la place que les produits financiers ont pris dans les résultats des entreprises, dans l'amélioration des ratios de solvabilité. Ces preuves, toutes convergentes, montrent que jusqu'à un certain degré — ceci ne signifie pas que l'investissement a été abandonné, bien entendu —, il y a eu un arbitrage en faveur des activités financières ces dernières années.

Pourquoi les entreprises ont-elles eu raison de le faire ? J'y vois deux motifs principaux.

D'abord, parce qu'elles sortaient d'une période d'endettement fort ; il leur fallait combattre ce surendettement soit en plaçant soit en se désendettant — ce qui, macro-économiquement, est la même chose. Ensuite parce qu'elles étaient dans un contexte où la rentabilité des placements financiers était supérieure à celle des placements physiques, à celle de l'activité d'entreprise.

Ce phénomène a été amplifié par l'existence de plus-values sur les titres longs, qui a fait de ces titres un placement extrêmement attractif ces dernières années. Il faut donc être serein à l'égard de ce problème. Nous vivons une phase du mouvement conjoncturel qui est *grosso modo* une phase de déflation, phase terminale du surendettement antérieur ; l'attitude des entreprises dans ce contexte est rationnelle. Le comportement déflationniste des entreprises en mauvaise santé contraint les autres à limiter leur investissement, donc à placer.

14

Bertrand Jacquillat : Il est vrai que les transactions financières faites par les entreprises françaises se sont développées pour les raisons invoquées par Gérard Maarek.

Le développement des activités financières s'est aussi manifesté dans le domaine des prises de contrôles. Y a-t-il un mal à cela ? C'est le rôle du marché financier, par la permanente fonction de police des équipes dirigeantes qu'il assume, de garantir que les ressources de l'entreprise sont gérées de la façon la plus efficace pour la société et la plus rentable pour les actionnaires.

Je rappellerai enfin qu'avant même que ne se développent de manière aussi frappante les

activités financières, les agents non financiers et notamment les entreprises procédaient à des activités financières de manière à la fois importante et cachée. Ainsi, par exemple, en 1982, le crédit inter-entreprises représentait 1 000 milliards de francs, soit autant que l'ensemble des crédits bancaires.

Le crédit inter-entreprises constituait un lubrifiant pour l'économie et un complément indispensable aux mécanismes traditionnels du crédit. Le crédit inter-entreprises a baissé avec le développement des nouveaux produits et marchés financiers en même temps que l'on passait de l'âge de pierre de la finance à la nouvelle finance.

Michel Aglietta : Effectivement le contexte macro-économique a été vraiment très particulier et il a induit ce genre de comportements. En effet, qu'a-t-on eu à la fois ? Un mouvement général de réduction des taux nominaux à long terme depuis 1982-1983, mais aussi une plus grande volatilité

des taux courts ; on a eu également des taux réels élevés et une désinflation rapide.

L'ensemble de ces conditions amène logiquement les comportements patrimoniaux à s'orienter des patrimoines physiques vers les patrimoines financiers. De plus, cela ne s'est pas réalisé

T A B L E R O N D E

dans un processus de désendettement. En France comme dans la plupart des pays occidentaux on a observé un développement important de l'endettement des ménages.

En particulier le taux des ménages américains, par rapport à leurs revenus disponibles, a atteint son plus bas niveau historique. Et les déséquilibres américains ont des conséquences importantes à l'échelle mondiale, puisque la mobilité des capitaux entraîne une transmission macro-économique des fluctuations beaucoup plus rapide et beaucoup plus intense qu'auparavant.

C'est une situation qu'il faut bien analyser : les changes flottants peuvent encore moins qu'ils ne le faisaient dans les années soixante-dix isoler les économies. On a vu que les corrélations entre les variations des taux d'intérêts à long terme des grands pays sont beaucoup plus étroites qu'elles ne l'étaient dans la période qui a suivi le premier choc pétrolier et jusqu'en 1980.

Cela traduit les conséquences de l'intégration financière. Les degrés de liberté des politiques macro-économiques, dans un système de plus en plus intégré, sont réduits à très peu de chose.

Michel Cicurel : On oublie facilement que le krach financier a commencé dans le courant de l'été 1986. Il y a eu d'abord un krach sur les obligations, qui ont perdu 30 % de leur valeur aux Etats-Unis. A partir de l'automne 1986, l'arbitrage en faveur des actifs financiers a pris fin. Les entreprises se sont rendu compte qu'elles devaient

choisir entre prendre un risque important sur leurs placements à taux fixes ou, ce qu'elles ont fait massivement, se reconvertir sur des placements à taux fixes protégés, de type SICAV à rémérés, sur lesquels elles ne recevaient plus que la rémunération du marché monétaire, qui ne menace pas la propension à investir.

REF : Mais peut-on parler également de l'aspect pédagogique de la crise ? L'un de ses rares aspects positifs ne va-t-il pas être d'amener les entreprises à mieux hiérarchiser risque industriel et risque financier ?

15

Jean Peyrelevade : Je serais d'accord si, au niveau de l'entreprise, on distinguait clairement ce qu'est le risque financier de ce qu'est le risque industriel. Le problème, c'est que les entreprises

viennent de s'apercevoir que quand on détient des actifs financiers, cela peut coûter cher. Je veux bien que l'on appelle cela de la pédagogie, mais dans ce cas n'est-elle pas un peu coûteuse ?

REF : Qu'apporte le développement des marchés au financement des agents non financiers ? De leur point de vue, quels sont les différences entre les deux types de financement : intermédié ou désintermédié ? Nous proposons, si vous en êtes d'accord, que l'on ne revienne pas sur la question du risque, car il nous semble que l'on en a beaucoup parlé. Par contre la différence entre financement par le marché et financement par les intermédiaires financiers me paraît mériter quelque réflexion.

Michel Cicurel : Le cas français est franchement distinct, je crois, des cas étrangers. Je ne veux pas polémiquer, mais la non rémunération des dépôts à vue introduit dans le schéma une diffé-

rence considérable. C'est vrai qu'en situation de sous-rémunération de l'épargne liquide et même avec un appareil d'intermédiation coûteux, on arrive tout de même à financer l'économie dans des

LA CRISE FINANCIÈRE

conditions au moins aussi satisfaisantes qu'avec un développement des marchés. Mais il est clair que ce schéma a vécu.

En plus, dans le cas français, l'accès d'un très grand nombre d'entreprises au marché finan-

cier reste encore impossible. N'oublions pas que les marchés financiers sont encore assez marginaux dans le financement de l'économie française. Il est donc difficile pour un Français de comparer objectivement les deux modes d'intermédiation.

Jean Peyrelevede : Je voudrais faire trois minutes de provocation, c'est-à-dire commencer par la théorie pure des avantages de la désintermédiation. Je poursuivrai en posant une ou deux questions impertinentes. Les avantages, je crois qu'ils sont clairs. D'abord, et là je rejoins ce que disait au début Michel Aglietta, les gens qui peuvent avoir accès au marché désintermédié, ce sont les bons débiteurs. Les mauvais débiteurs ou les entreprises de taille insuffisante, sont dans un système avec intermédiation et ne peuvent pas en sortir. Je le dis au passage, cela peut entraîner des conséquences éventuellement macro-économiques, qui seraient trop longues à développer ici.

Prenons la catégorie de ceux qui ont accès au marché désintermédié. Les avantages sont doubles, en tout cas à court terme.

D'abord, le coût de la ressource est normalement moins élevé. Ensuite, c'est vrai que la

technique est plus sophistiquée, plus souple, et donc la couverture des risques par l'emprunteur, ou par l'intervenant — au sens où Michel Cicurel l'entendait tout à l'heure — est techniquement plus parfaite et correspond très exactement aux besoins, réels ou supposés, de l'intervenant. Cela, c'est la théorie pure.

Je suis convaincu complètement par les deux arguments que je viens de donner, bien entendu, mais je pose quand même ma question impertinente : ni l'industrie japonaise ni l'industrie allemande ne se financent sur des marchés désintermédiés, et — est-ce une impression ? — je n'ai pas le sentiment qu'elles en aient jusqu'à présent terriblement souffert par rapport à nous. Qu'en pensez-vous ?

Bertrand Jacquillat : Je voudrais apporter une précision concernant des précédents commentaires à la fois de M. Aglietta et de M. Peyrelevede, en reprenant l'exemple du crédit inter-entreprises. Celui-ci représente un financement désintermédié du second type, c'est-à-dire un face à face qui ne passe pas par le marché. Jean Peyrelevede rappelait que seuls les bons débiteurs avaient accès au marché désintermédié. Ce n'est pas nécessairement vrai pour le crédit inter-entreprises, par lequel les entreprises se redistribuent entre elles des fonds d'origine bancaire.

Avant l'explosion de la finance désintermédiée et lorsque l'encadrement du crédit constituait encore au début des années quatre-vingt l'une des modalités principales de la régulation monétaire, les banques appelées à répartir la pénurie étaient naturellement enclines à prêter aux entreprises les plus solvables et les moins risquées (on le leur a

d'ailleurs assez reproché), d'autant plus qu'elles n'avaient guère la possibilité d'agir sur le niveau de la demande de crédits par une modulation des taux d'intérêts.

L'analyse montre à cet égard que les transferts implicites de fonds réalisés par le crédit inter-entreprises allaient des entreprises ayant un meilleur accès aux banques et bénéficiant de leurs meilleures conditions, vers celles ne disposant ni du même accueil ni des mêmes conditions.

Dans les entreprises les plus distributrices de crédits inter-entreprises, il s'avère, en effet, que le taux d'endettement bancaire était plus élevé et la part des crédits de trésorerie dans les crédits bancaires nettement plus forte. Les besoins de financement générés par les crédits qu'elles consentaient à leurs clients les conduisaient donc à faire appel aux banques.

T A B L E R O N D E

Ces emprunts étaient sans aucun doute facilités par un meilleur accès au crédit bancaire, expliqué par le niveau relativement plus faible de leur endettement total et de leur risque (liquidité plus forte, poids plus faible des frais financiers).

Le problème des financements intermédiés/désintermédiés est donc plus subtil qu'il y paraît. La ligne de partage en définitive résulte de la réglementation, de la technologie et d'un équilib-

re entre la fonction de *pooling* des risques assurée par les intermédiaires et l'asymétrie d'information qui existe entre le débiteur, le banquier, l'entreprise créditrice du crédit interentreprises et le marché. Paradoxalement, le fonctionnement efficace d'agences d'évaluation sera susceptible d'accroître les financements intermédiés.

Michel Aglietta : C'est un problème fondamental, en particulier dans le cadre de l'intégration financière européenne. Y a-t-il une structure idéale qui doit s'imposer aux diversités nationales, ou pas? Personne n'a jamais démontré la supériorité d'une structure particulière de financement par rapport à une autre.

Des structures de financement finalement très différentes, correspondant à des habitudes nationales distinctes, peuvent être tout aussi performantes pour le financement de l'industrie.

REF : Mais peut-on observer une tendance commune ?

Michel Aglietta : Christian de Boissieu a beaucoup mis l'accent sur l'existence de cycles dans l'évolution historique des structures financières selon les époques. Il n'y a pas de tendance linéaire vers des structures qui seraient de plus en plus sophistiquées — les plus sophistiquées étant soi-disant les structures de marché pures. On trouve à la fois des diversités géographiques et des récurrences historiques : plus d'intermédiation à certaines époques, plus de marché à d'autres.

Je pense qu'il faut sortir du schéma selon lequel on irait vers un marché mondial des capitaux qui allouerait le capital en fonction des rentabilités relatives, et où il n'y aurait par conséquent plus de rapport entre l'épargne nationale et l'investissement national.

Le processus d'intégration financière ne se trouve pas, pour l'instant en tout cas, dans le cœur même du financement de l'industrie. Il est plutôt dans la circulation des liquidités, des risques, etc.

Même si l'on admet les avantages de la titrisation dont a parlé Jean Peyrelevade, il y a des inconvénients qui me paraissent assez considérables. Si l'on veut développer l'industrie aujourd'hui par des investissements de long terme, des projets

d'innovation, des investissements qui comportent des risques stratégiques différents du risque de marché, pour que cela fonctionne, il faut qu'il y ait un suivi des opérations par les prêteurs ou par les fournisseurs de capitaux.

La prise de risque par des apporteurs de capitaux, soit sous forme de crédits, soit sous forme d'apports en capital dans l'entreprise, suppose une connaissance approfondie des projets, une maîtrise du début à la fin de l'opération, donc un suivi et une intervention dans la conduite de l'entreprise.

Toute la question est donc de savoir s'il est possible de garder les avantages de la titrisation en même temps qu'une capacité de guider les décisions stratégiques des firmes. Ce que ne font pas les marchés anonymes, bien entendu !

On a besoin d'experts pour guider ce genre de financement stratégique, qui diront assez tôt à l'entreprise : attention, là vous n'allez pas bien, corrigez le tir. Et absolument pas de gens qui font effondrer les cours à la première difficulté. Cela me paraît essentiel. *Le venture capitalism* en est une bonne illustration.

17

LA CRISE FINANCIÈRE

Les apporteurs de capitaux à risque sont des gens qui s'engagent véritablement dans l'entreprise, qui interviennent stratégiquement à son égard, et qui se retirent en réalisant leurs gains lorsque l'entreprise est cotée en bourse dans de bonnes conditions. C'est effectivement un type d'articulation où le marché peut jouer un rôle

majeur, mais qui jusqu'à présent n'a eu qu'une échelle relativement limitée.

Peut-on garder les avantages de la titrisation et établir ce type de contrôle stratégique sur les décisions des firmes ? C'est l'enjeu crucial dans le financement à long terme des entreprises.

Jean Peyrelevade : Je suis entièrement d'accord avec Michel Aglietta, et on sent bien de quel côté ma balance personnelle penche. Mais je voudrais quand même lui dire que certains avancent une autre réponse qui est la suivante : si le marché lui-même va jusqu'au bout du processus, entend-on, on va voir apparaître des organismes qui vont vendre de l'expertise et de l'information.

Autrement dit les systèmes anciens, allemand, japonais ou français, étaient des systèmes où l'appareil productif était soumis nécessairement, pour l'obtention de ses ressources de financement, au jugement d'expertise du système bancaire. C'était une organisation hiérarchisée, bureaucratique, reposant sur une longue expérience et qui, pour défendre ses propres comptes d'exploitation à travers la prise de risques, était obligée d'exercer cette expertise.

Certains répondent que l'on peut faire du financement de projets aujourd'hui en faisant appel

au marché. Quel est le rôle des banques dans une structure de ce type ? Ce n'est pas tellement de prêter de l'argent et de prendre le risque, c'est plutôt à la limite de placer des actions ou des obligations en prélevant des commissions, après avoir fait l'expertise du projet et dit au marché : venez, il n'y a pas de risque ou, le risque est tout à fait acceptable. Et pour proférer ce jugement, pour engager ma capacité de jugement, je prélève des commissions.

De même sur les marchés désintermédiés comme le marché des billets de trésorerie, on voit se développer la vente des *ratings*. C'est le cas aux Etats-Unis depuis très longtemps, et j'espère, du moment qu'il y a un marché, qu'on va voir ce marché de l'expertise se développer un peu plus vite en France ; parce que nous en avons besoin. Je fais ces remarques pour le plaisir d'une discussion objective. Personnellement, je ne partage pas l'optimisme fondamental qu'elles impliquent.

Gérard Maarek : Je voudrais être le docteur Pangloss que vient de décrire Jean Peyrelevade. Effectivement, on doit pouvoir établir une sorte de théorème d'indifférence entre une finance intermédiée et une finance directe. Si le mécanisme de la concurrence fait s'établir les bons barèmes, les bons taux, fait naître des officines fournisseurs d'informations, oui, on ne peut plus considérer que la finance directe soit supérieure ou au contraire plus dangereuse que la finance indirecte.

Mais il faut redescendre dans le concret, une fois s'être rassuré sur ce plan. Il faut regarder si dans l'expérience que nous venons de vivre, il n'y a pas eu quelque erreur stratégique ou quelque précipitation.

Je vois en France deux difficultés. La première, je viens de l'évoquer, c'est la précipitation du mouvement : on a laissé se développer la finance directe, alors que précisément les conditions requises par la théorie n'étaient pas réunies ; il n'existe pas encore d'institutions capables de coter les entreprises présentes sur ces marchés.

Deuxième élément, que Michel Cicurel a déjà évoqué : dans les banques, une mauvaise affectation des coûts opératoires fausse la concurrence entre elles et le marché. Cette situation, je le comprends, est mal vécue par les banquiers.

T A B L E R O N D E

Michel Aglietta : Je vois tout à fait ce dont Jean Peyrelevade a parlé. Mais le problème reste quand même le financement des opérations qui, par rapport au passé, représentent quelque chose sur lequel on ne peut pas avoir de renseignements statistiques. Parce que cette information, qui peut être vendue comme une marchandise, doit être standardisée, normalisée. Tout le problème est de savoir si ce type d'information n'appauvrit pas le contenu en même temps qu'elle standardise.

Si les cotations en question sont faites à partir d'évaluations qui représentent un diagnostic sur la qualité de la gestion passée, comme elles le

sont souvent, alors elles ne disent absolument rien sur un financement qui représente une opération de restructuration de l'entreprise qualitativement nouvelle et irréversible par rapport à ce passé.

Ou bien elles ne diront évidemment rien sur la création d'entreprises nouvelles, où l'engagement est d'une autre nature puisqu'il n'y a pas de base qui permette de juger la qualité antérieure de l'entreprise. Ou elles ne diront rien non plus sur des opérations qui représentent des innovations radicales : entrer dans un type d'activités dont l'entreprise ne possède pas encore l'expérience, par exemple.

REF : Bien que ce soit une opération assez exceptionnelle, le financement du tunnel sous la Manche est un bon exemple de ce qu'on est en train de dire.

Jean Peyrelevade : C'est le cas où l'expertise externe marche, en tout cas je l'espère.

REF : Qui est largement une expertise bancaire.

Gérard Maarek : Je vais essayer d'apporter encore la contradiction. Je ne crois pas qu'il soit question pour une entreprise nouvelle, comme vient de le dire Michel Aglietta, d'émettre des papiers sur le marché. Personne n'a songé à cela.

Un deuxième élément doit, à mon avis, relativiser un peu les positions : il ne faut pas surestimer la capacité d'expertise des gens qui, dans les banques, ont à donner un avis. Ils ne sont pas forcément plus informés, plus lucides ou plus clairvoyants que ceux qui auront à travailler dans les organismes de cotation indépendants.

Ils rencontrent les mêmes difficultés objectives d'appréciation des entreprises ou des projets. Je ne crois pas qu'il y ait une vertu particulière à l'information lorsqu'elle est traitée dans les directions du crédit des banques, par rapport à celle que peuvent donner à la fois les entreprises elles-mêmes et des experts indépendants sur leur situation passée et leurs projets.

Là aussi, il me semble qu'on ne doit pas condamner le processus de finance directe ou de développement des marchés. Elle est une modalité de financement parmi d'autres.

19

Michel Cicurel : Sur ce thème, je suis naturellement malheureux, car je suis quand même pour beaucoup de choses assez profondément d'accord avec Messieurs Peyrelevade et Aglietta. Je disais en *aparte* à Jean Peyrelevade qu'il faut relire *Capitalisme, socialisme et démocratie* de J. Schumpeter pour comprendre la marche inéluctable vers le socialisme lorsqu'il n'y a plus de

vrais capitalistes. Je crois que c'est le fond du débat.

Cependant, il faut observer que si les marchés financiers ont leurs perversions, les intermédiaires bancaires en ont également. D'ailleurs, l'opposition radicale entre la titrisation et l'intermédiation bancaire est assez caricaturale. Car aujourd'hui tout est intermédié, y compris les titres

LA CRISE FINANCIÈRE

De plus en plus les placements sont des placements collectifs plus ou moins intermédiés par les banques, dans des conditions peut-être moins rentables, mais il y a un intermédiaire.

Je me demande si le point qui a été évoqué par Michel Aglietta, qui est parfaitement vrai, c'est-à-dire la vitesse de circulation des actifs financiers

qui rompt le contact permanent entre l'actionnaire et l'entreprise, ne pourrait pas être atténué par un certain nombre de modifications du fonctionnement des marchés financiers : accroissement de la viscosité, contrôle meilleur de la déontologie de l'information des porteurs de papier, etc.

REF : Mais que pensez-vous du « risque de système » tant évoqué en France ? En quoi la crise de 1987 en est-elle l'illustration ?

Jean Peyrelevade : Je crois qu'il y a deux aspects dans le risque de système. Si sous cet aspect on évoque l'éventualité d'une rupture technique majeure de l'ensemble du système financier à cause de son incapacité à empêcher le choc — je parle du système financier fermé sur lui-même — je vais être pour une fois optimiste : je ne crois pas à une crise du système en ce sens. Je pense que le système a suffisamment de plasticité pour encaisser le choc si l'on fait abstraction des conséquences macro-économiques qui peuvent

intervenir par la suite. Autrement dit, je ne crois pas à une défaillance technique majeure du système à court terme.

En revanche, ce qui me paraît évident — et c'est l'élément nouveau — c'est que maintenant l'ensemble des systèmes financiers du monde réagit quasi instantanément, complètement en phase. Ainsi la vitesse de réaction des marchés n'est-elle pas *de facto* supérieure à celle des ajustements des politiques macro-économiques ?

20

Michel Cicurel : Un chiffre simplement. Michel Aglietta a rappelé tout à l'heure que le plus grand marché est le marché des changes. Or l'ensemble des réserves des banques centrales

représente une journée de transactions sur le marché des changes d'un des grands marchés, comme New York, Londres ou Tokyo.

Bertrand Jacquillat : La vulnérabilité du système financier international à des chocs externes déstabilisateurs dépend des arrangements institutionnels qui gouvernent le fonctionnement des marchés financiers. Dans les années quatre-vingt comme dans les années trente, l'environnement institutionnel a connu de profonds changements à la fois sur les marchés des changes, sur les marchés financiers internationaux et nationaux et dans la structure des systèmes bancaires.

Alors que les changements survenus dans les années trente ont eu pour conséquence d'accroître la vulnérabilité d'ensemble du système, ceux intervenus dans les années quatre-vingt ont

eu l'effet inverse, contrairement à une idée largement répandue. Les événements financiers des mois d'octobre et novembre l'ont simplement prouvé. Les marchés financiers ont absorbé ces chocs quasiment sans aucune interruption. Ils n'ont pas fait défaut ; ils ont continué à fonctionner même dans la tourmente la plus extrême.

A cet égard, il y a un rapprochement frappant à faire. Que l'on songe au système bancaire international qui a opéré pendant vingt ans à l'ombre de la transparence du marché en accordant sans compter les prêts aux entreprises en difficulté et aux pays en voie de développement bien au delà de ce que la plus élémentaire analyse économique

T A B L E R O N D E

aurait suggéré. Davantage de transactions par les marchés et moins de prêts auraient probablement évité les difficultés actuelles du système bancaire.

Il s'en est fallu de peu cependant pour que tout le système s'arrête de fonctionner, comme tétanisé par les chocs brutaux qu'il venait d'encaisser. C'était exactement le mardi 20 octobre à 12 h 38. Les autorités du NYSE allaient proclamer la fermeture du NYSE entraînant dans son sillage et automatiquement celle du marché à terme et des marchés d'options lorsqu'un contrat à terme assez obscur, le MMI — mais c'était le seul encore traité — a fait un bond de 60 points, équivalent à une hausse du Dow Jones de 360 points.

A la suite de cette hausse soudaine, le MMI coté sur le *Chicago board of trade* avait un prix supérieur de 12 points à son support, ce qui ramena les acheteurs sur le marché au comptant des actions de New York et donc un retour de la liquidité. A cet égard, on a beaucoup entendu que la gestion de portefeuille assurée et l'utilisation à cet effet des *futures* sur indice avaient accru la baisse. Il est permis d'en douter. Confrontés au mouvement de baisse du lundi 19 octobre et des

jours suivants, certains gérants américains qui pratiquaient ce type de gestion auraient, il y a dix ans, vendu tout ou partie de leur portefeuille, accentuant ce faisant la baisse.

En octobre 1987, ils ont plutôt vendu des contrats à terme sur indice ; les opérateurs qui se portaient acheteurs arbitraient en vendant des titres sur le marché comptant. En d'autres termes, ils se portaient acheteurs de contrats à terme sur indices boursiers auprès des vendeurs et vendaient simultanément des titres au comptant. Le résultat net est en fait identique, sur le marché au comptant, à celui qui aurait été obtenu il y a dix ans en l'absence de marché à terme.

A ce jour, rien ne permet d'ailleurs d'affirmer que les nouvelles formes ou les nouveaux styles de gestion de portefeuille — gestion active, gestion passive ou naïve ou gestion assurée — ni les nouvelles possibilités d'intervention qu'offrent les produits financiers récents tels que *futures* et options ont été à l'origine de la débâcle boursière ou l'ont même amplifié, ce qui ne veut pas dire qu'il n'y ait pas à modifier dans une certaine mesure le fonctionnement du système.

21

Michel Aglietta : On peut appeler un risque de système le risque de réactions en chaîne créé au départ par un choc qui se transforme en fluctuations globales et en perturbations, qui se propagent elles-mêmes dans l'ensemble du système financier, et qui peuvent provoquer des effets beaucoup plus importants *a priori* que le choc initial. Un choc qui, limité au départ au marché boursier, pourrait éventuellement se traduire par une détérioration telle du climat des affaires qu'il mène à une récession, à des faillites successives des institutions financières.

C'est toute la question des « maillons faibles » — surendettement ou concentration des risques —, maillons faibles qui font que les effets de ce choc se concentrent sur des agents économiques qui n'ont pas la capacité de réagir parce qu'ils manquent de liquidités au moment où cela se passe.

Lors du choc boursier, on a eu des éléments de ce type, puisqu'au lendemain du « 19 octobre », on s'est aperçu que le marché américain était dans

l'incapacité de fonctionner par lui-même ; les agents financiers, les *market-makers*, qui jouent un rôle crucial, et qui sont des spécialistes des prises de position à l'encontre du marché pour faire la liquidité, n'étaient plus là. Les banques ne leur prêtaient plus. En conséquence, on s'est posé la question de savoir s'il fallait fermer ou non le marché.

Quand on a vu que les *futures* étaient à 60 points au-dessous des valeurs au comptant et que personne n'avait la possibilité de faire l'arbitrage, là on a bien dû constater qu'il y avait dysfonctionnement structurel du marché lui-même et donc problème technique.

Comment celui-ci a-t-il été remis en route ? Il a été remis en route à la suite d'une importante opération des prêteurs en dernier ressort. C'est quand même la première fois que le FED a soutenu non pas des banques, mais des intermédiaires de marché, donc finalement des agents qui sont des spéculateurs par nature, les *market-makers*.

Je pense que ce sont effectivement des

LA CRISE FINANCIÈRE

germes de crise de système. Il y a eu un ébranlement de prix que le marché n'a pas pu gérer de lui-même, qui a obligé à des interventions des prêteurs en dernier ressort. Dès lors la question est de savoir jusqu'où le FED et les autres banques centrales doivent aller ? Quel est l'ensemble des agents sur lesquels doit porter le parapluie du prêteur en dernier ressort ?

Ceci ne peut-il pas entraîner un *alea* moral formidable pour la suite des opérations ? Le marché disant : on est couvert par la banque centrale, ce ne sont plus seulement les banques qui le sont, mais finalement tous les agents financiers de proche en proche, et l'*alea* moral peut être considérable. Ces éléments sont effectivement des risques de système.

Michel Cicurel : Je suis globalement de l'avis de Jean Peyrelevade, mais je suis sans doute plus que lui un optimiste structurel ! Je ne crois pas à la « crise de système » sous cette terminologie, car je pense que le principal risque serait l'absence de crise, c'est-à-dire la crise larvée.

J'ai dit tout à l'heure qu'il y avait eu une crise financière grave sur le marché des obligations. A l'époque on ne s'en est guère préoccupé ; nous ne nous sommes pas réunis comme aujourd'hui en Table ronde, parce que la crise a été larvée. La

crise du marché des actions, comme elle a été brutale, a provoqué au contraire un ensemble de réactions plus ou moins efficaces et ponctuelles, mais dans l'ensemble positives.

Les outils permettant d'éviter une crise du système existent et il s'agit simplement de volonté politique et de bon fonctionnement des circuits. Dans ce genre de circonstances, il faut se souvenir de cette phrase de Nietzsche : « *Le malheur n'approche jamais dans le vacarme, mais dans le bruit feutré du sautilllement de la colombe.* »

22

REF : Ne sommes-nous pas en train de nous demander si la sphère financière, prise seule, peut s'effondrer ? Là, la réponse semble être négative. Mais il y a l'autre problème, qui est le suivant : même si l'on évite l'effondrement, et effectivement on l'a évité dans des circonstances particulièrement dramatiques, quelles en seront les conséquences pour l'économie réelle ?

Gérard Maarek : J'aurais voulu être optimiste, mais cela va m'être difficile. Comme vous tous, je ne crois pas à la possibilité d'un cataclysme au plan technique, c'est-à-dire à une espèce de secousse très forte qui ébranlerait l'ensemble des marchés, et institutions, sur un espace de temps très brefs. Ce qui est à craindre, c'est qu'il y ait derrière les régularités macro-économiques que nous connaissons des éléments mal cernés tenant aux positions d'endettement des opérateurs qui ont été les plus frappés par le krach.

Nous n'avons pas, malheureusement, d'informations sur ce point, nous ne savons pour l'instant, car rien n'a encore émergé, qui a été frappé dans son patrimoine, et s'il s'agit d'individus ou d'institutions dont les bilans et la solvabilité étaient déjà très fragiles.

Si tel était le cas, il y aurait lieu d'être inquiet. Je veux dire que si la contraction de l'actif boursier génère de façon immédiate et automatique une situation d'insolvabilité grave, il me semble qu'il peut y avoir des enchaînements assez dramatiques et des conséquences significatives sur l'économie réelle. Mais pour l'instant, on n'a pas les instruments d'observation qui permettraient de le dire.

Ce qui me laisse inquiet, c'est le krach lui-même. Le fait que l'on ait eu, contrairement aux onze cycles boursiers précédents, une véritable rupture, comme en 1929, est peut-être le signe que précisément, il y avait sur le marché beaucoup trop d'opérateurs qui jouaient à découvert, beaucoup plus que dans les cycles précédents.

T A B L E R O N D E

Michel Cicurel : Je crois qu'il y aura incontestablement des cas d'insolvabilité qui seront des drames micro-économiques mineurs. Mais si l'on se trouve en présence de cas d'insolvabilité qui deviennent des drames macro-économiques majeurs, ils seront traités. On en a un exemple frappant qui est celui des grandes banques, et notamment des grandes banques américaines,

face à l'endettement des pays d'Amérique latine : elles ont à leur actif des non-valeurs dépassant largement leurs fonds propres et on gère cette situation de faillite potentielle sur des périodes de plusieurs décennies. Donc si l'insolvabilité prend une ampleur de nature à provoquer une crise de système, elle sera gérée, au prix de l'inflation mondiale, mais elle sera gérée.

Gérard Maarek : Ceci ne signifie pas pour autant qu'il n'y aura pas de conséquences macro-économiques.

Je vais faire état de quelques-uns de nos calculs. Je voudrais, avant de commencer, souligner la grande difficulté de l'exercice. La profession des conjoncturistes est placée dans une situation très inconfortable car elle ne dispose pas d'une méthodologie bien rodée pour aborder ce type de question.

Ce que l'on sait faire à peu près, en s'inspirant de l'expérience passée, ce sont des scénarios. Il est très difficile de raisonner autrement, même si l'on a comme horizon seulement la fin de l'année 1988.

Comment procéder ? En allant du plus simple au plus complexe. Pour commencer, on va simplement cumuler les effets des événements qui se sont déjà produits. Partant de la situation conjoncturelle du mois de septembre qui était très bonne, presque euphorique — toutes proportions gardées, car nous sommes dans les années quatre-vingt —, trois événements sont intervenus depuis : le choc de la Bourse, puis celui de la baisse du dollar et enfin la décision encore virtuelle de réduire le déficit public américain.

S'agissant du krach boursier, redisons notre embarras. Il n'y a pas d'exemple dans le passé d'événements de cette nature. Pour essayer de savoir de façon objective quel va être l'effet de la contraction des patrimoines sur les comportements de dépenses, on peut d'abord se référer à ce qu'en disent les modèles économétriques. La déception sur ce point est grande, car soit ils n'en disent rien — c'est le cas des modèles français et allemands — soit ils disent des choses absurdes. Rares sont les évaluations raisonnables.

Mais alors, autant se contenter d'évaluations de coin de table, en considérant que les ménages

vont augmenter leur taux d'épargne, vont réduire leur consommation en proportion de la moins-value qu'ils ont enregistrée.

En tenant compte des effets multiplicateurs dans l'ensemble de l'économie mondiale, on arrive à une évaluation qui est de l'ordre de un demi point à un point de croissance selon les pays.

Il faut ensuite analyser l'effet dollar. C'est un peu plus simple. On sait mesurer le transfert d'activité, en faveur de la zone dollar et au détriment de l'Europe et du Japon.

Enfin, troisième élément à prendre en compte, la réduction du déficit public américain. On entend souvent dire qu'en réalité, le déficit ne sera pas réduit car il avait spontanément tendance à augmenter. On ne peut cependant ignorer la décision de majorer un certain nombre d'impôts et de réduire un certain nombre de dépenses ; je ne peux pas croire que cette décision, si elle est exécutée, n'aura pas de conséquences sur l'économie réelle, comme il est habituel.

Souvenons-nous que M. Delors a fait un plan de rigueur en 1983, de l'ordre d'un point de PIB, qu'il en est résulté un ralentissement très sensible de l'activité en France, et que ceci n'a pas beaucoup modifié le déficit public français. Je crois que l'accord entre M. Reagan et le Congrès des Etats-Unis — ou à défaut l'application de la loi GRH — auront bien un effet dépressif sur l'activité.

Si on cumule les conséquences des trois chocs que je viens de décrire, on aboutit, pour l'économie américaine, à un taux de croissance de l'ordre de un point, au lieu des 2,8 attendus, et pour l'économie française, l'expansion du PIB est ramenée à environ 1 %.

L'ensemble des trois effets permet un début de rééquilibrage de la balance commerciale américaine, que j'évalue *grosso modo* à 20 ou 25 milliards. Si l'on admet que la dévaluation antérieure

LA CRISE FINANCIÈRE

elle-même était porteuse d'une amélioration de 20 milliards, on arrivera, théoriquement, en 1988 à une amélioration notable de la balance extérieure américaine.

A partir de ce point, on peut bifurquer dans plusieurs directions.

Si l'on est optimiste, on admet que cette inflexion suffira à calmer les marchés et que le dollar, au prix peut-être d'un nouveau G7, va se stabiliser au cours où il est parvenu aujourd'hui, donc que l'on aura un retour à l'équilibre suffisamment rapide pour rassurer les opérateurs. Il n'en reste pas moins qu'il faut s'attendre en 1988 à un ralentissement de l'activité aux Etats-Unis et dans le monde.

Mais on peut envisager d'autres scénarios. On peut d'abord douter de la volonté des Américains de mettre en œuvre le programme de réduction du déficit qu'ils ont annoncé. On peut imaginer qu'une bulle spéculative à la baisse se développe sur le marché des changes avant que n'apparaissent les premiers signes favorables, provoquant une chute non maîtrisée du dollar.

Là, je vois encore s'ouvrir deux options. Ou bien cette baisse du dollar se fait dans un climat permissif en matière monétaire, c'est-à-dire que

les autorités monétaires n'essaieront pas d'empêcher cette baisse, laquelle pénalisera encore davantage les économies européenne et japonaise. La croissance du PIB en France se trouve alors ramenée à 0,8 %.

Enfin, dernière possibilité : la baisse du dollar est tellement rapide qu'elle appelle une réaction vigoureuse. On se place alors dans le fameux scénario de *crash landing* décrit par Stephen Marris : la baisse du dollar n'est arrêtée qu'au prix d'une hausse très vive des taux d'intérêt. On devine ce qui en résulte : peut-être une nouvelle baisse de la bourse et probablement, une récession. C'est-à-dire une croissance très proche de zéro aux Etats-Unis.

Il me semble que l'on a pas les moyens de trancher entre ces scénarios et de dire sur laquelle des routes dessinées l'économie peut s'orienter. Pour en décider, il faudrait anticiper les réactions des marchés, lesquelles ne sont pas accessibles ni au raisonnement, ni à l'observation. On est donc obligé de multiplier les scénarios, car les bifurcations vont se faire au moment où seront franchis des seuils qui ne sont aujourd'hui pas connus de nous.

24

Jean Peyrelevade : Je suis tout à fait impressionné par la présentation de Gérard Maarek et complètement d'accord avec lui, mais je trouve que ce qui est extraordinairement frappant dans la situation actuelle, c'est qu'elle démontre la profondeur du désarroi intellectuel dans lequel nous sommes. Je crois que ce qu'il y a de tout à fait nouveau, qui ressemble probablement à ce qui s'est passé en 1929, c'est que les meilleurs économistes sont effectivement désarmés. Ils le sont, à mon avis, au moins à trois niveaux qui, chacun en soi, posent un problème tout à fait redoutable.

Le premier niveau, et je reviens sur ce que je disais tout à l'heure sur les problèmes de stock, de rotation de stock et de niveau de pertes dégagées : personne ne sait aujourd'hui quelle est la dépréciation de stock, la dépréciation d'actifs qui est intervenue sur le monde entier. On dit 2 000 milliards de dollars. En France c'est un ordre de grandeur de 500 milliards de francs, si on ajoute

les dépréciations sur actions et obligations depuis le début de l'année.

C'est un montant important par rapport au revenu national. Sur cette dépréciation d'actif, quelle partie correspond à un simple manque à gagner, qui n'aurait donc aucune importance macro-économique, et quelle autre partie correspond à une véritable perte, ou à de véritables diminutions de patrimoine, au niveau psychologique en tout cas, pour les ménages ?

Il est quand même extraordinaire que des événements d'un tel volume soient hors d'appréhension.

On sait que les ménages vont avoir tendance à reconstituer leur épargne, ce qui aura donc un effet dépressif sur la consommation. Mais pour les entreprises, personne ne sait par quoi va se traduire la dépréciation des actifs. D'abord, elles vont toutes essayer de la cacher ; le maquillage des bilans de fin d'année est déjà commencé.

T A B L E R O N D E

Mais même si cette entreprise de simulation peut être tout à fait recommandable et réussie, il reste qu'on ne sait pas quel va être le comportement réel des entreprises à la suite de cette perte de substance. Cela va-t-il peser sur l'investissement ou pas ? Indépendamment de la demande des ménages, mais en soi, par suite de la diminution des résultats comptables, cela va-t-il modifier leur comportement ? On n'en sait rien. De manière générale, les effets de valorisation ou de dépréciation de stocks dans l'économie sont très largement inconnus.

Deuxième remarque qui ressort de ce qu'a dit Gérard Maarek : à un certain moment, l'une des questions fondamentales qui se pose pour décrire les processus ou les scénarios possibles est de savoir comment les marchés financiers vont réagir à des modifications des données fondamentales apparentes ?

Donc comment les marchés financiers vont-ils réagir lorsqu'on va annoncer une réduction de

10, 20 ou 30 milliards de dollars de la balance des paiements américains ? Est-ce que 20 milliards de dollars de réduction du déficit budgétaire sont suffisants pour leur redonner confiance ?

On a donc une nouvelle liaison, dans l'autre sens, de l'économie réelle vers l'économie financière, dont personne ne sait jusqu'à quel point et sur quels volumes elle joue.

Enfin troisième remarque, qui est complètement banale et met bien en évidence le danger d'un marché financier mondial complètement intégré et en phase par rapport aux délais d'ajustement des politiques macro-économiques : personnellement quand j'entends parler de coordination des politiques économiques au niveau international, je ne suis pas comme certains économistes américains, je pense que ce serait éminemment souhaitable ; mais je pense aussi que malheureusement, c'est du domaine du rêve et de l'illusion.

REF : En restons-nous là ?

Michel Aglietta : pour l'essentiel, je suis tout à fait d'accord avec ce qu'a dit Gérard Maarek. Au CEPII nous avons surtout mis l'accent sur la situation américaine.

Je crois que l'effet patrimoine est, en tant que tel, relativement limité, peut-être plus limité que ne le dit le travail de l'OCDE, qui prend 4,5 % de la moins-value en richesse. Ceci pour les ménages ; l'effet sur les entreprises n'est jamais mis en avant.

La détention d'actions est extraordinairement concentrée aux Etats-Unis. Le capitalisme populaire est dans l'idéologie, mais pas dans la réalité. Si l'on regarde la concentration, 1 % des ménages détiennent 50 % des actions.

En conséquence, ce sont des ménages qui ont des niveaux de consommation très élevés, normalement, qui détiennent des actions. Pour eux c'est une stratégie intergénérationnelle d'accumulation patrimoniale. On peut donc dire que l'effet sur la consommation est plus faible que si les actions étaient réparties conformément à la distribution des revenus.

Mais je crois qu'il peut y avoir une réaction des ménages pour une autre raison, qui est le

problème de leur endettement. Ce que l'on constate dans l'année 1987, c'est une augmentation de la consommation réelle des ménages aux Etats-Unis de 2 %, alors que le revenu disponible est plat, et ce type de divergence apparaît exceptionnel. La conséquence est évidemment une baisse du taux d'épargne à un niveau historiquement bas.

En même temps, il y a eu un endettement qui a atteint des niveaux très élevés, en pourcentage du revenu disponible. On peut donc se demander si dans un climat général plus pessimiste, il n'y aura pas un réajustement de l'épargne des ménages.

La première hypothèse que nous avons prise est le réajustement de l'épargne des ménages de 1 à 1,5 points. Autrement dit nous estimons que le taux d'épargne, qui est descendu à 3 %, remonterait à 4 ou 4,5 % — tout en restant inférieur à la moyenne des années soixante et soixante-dix qui était de 7 %.

La seconde hypothèse est celle d'une réduction effective du déficit budgétaire. En combinant ces deux effets et en prenant une baisse du dollar supplémentaire d'environ 15 % par rap-

L A C R I S E F I N A N C I È R E

port au niveau actuel, on tomberait environ à 0,8 et 1 % de taux de croissance dans la meilleure hypothèse.

Gérard Maarek : Nous, nous avons prévu 0,9 %.

Michel Aglietta : Nous n'avons plus fait d'autres hypothèses, mais nous nous sommes posés la question suivante : dans quelle situation est-il possible qu'il y ait des effets dépressifs plus sévères dans la conjoncture américaine ?

Il faudrait que se cumulent des ajustements macro-économiques récessifs, et des réactions de prudence à une fragilité du système financier, provoquant une montée de la préférence pour la liquidité et un coup de frein brutal de l'offre de crédit. Ce type de réaction financière pourrait intervenir, avec une certaine probabilité, si le FED n'avait pas toute sa marge de manœuvre pour injecter de la liquidité dans le système financier. Ce serait le cas si le FED rencontrait un conflit de priorités : situation où la protection du système financier exigerait une baisse importante des taux d'intérêts et la défense contre un effondrement du dollar imposerait de les monter.

En effet, si le soutien illimité du système financier suppose une baisse considérable des taux d'intérêts à court terme, que peut-il se passer ? Supposons que le FED soit obligé de baisser de 2 points en-dessous du taux actuel ses taux à court terme. Pour qu'il n'y ait pas de crise du dollar,

il faut que les Allemands et les Japonais baissent les taux d'au moins autant.

Or leurs taux sont déjà très bas. Une baisse des taux à court terme allemands et japonais de 2 points, les ferait tomber presque à zéro, c'est-à-dire dans une situation quasiment de « trappe de liquidités » !

Cette situation peut sembler curieuse. Pourtant elle est possible. Après une baisse initiale des taux d'intérêts, le FED pourrait se trouver dans l'obligation de les laisser remonter vivement. Comme on ne pourrait se mouvoir qu'entre une crise de change et un nouveau choc financier, le ralentissement macro-économique se transformerait en récession franche avec toutes ses répercussions mondiales : baisse des prix des matières premières, moratoire généralisé des débiteurs du tiers monde, contraction du commerce international.

Voilà le genre de schéma dans lequel nous avons fonctionné, pour essayer de voir dans quels cas il pourrait y avoir un effet de rupture beaucoup plus profond qu'une simple correction conjoncturelle macro-économique.

Gérard Maarek : Je suis d'accord avec ce que vient de dire Michel Aglietta. Simplement, est-il vraiment nécessaire qu'on ait des difficultés à faire baisser les taux d'intérêts pour voir le dollar baisser lui-même et s'effondrer ? D'ailleurs il en prend le

chemin. Le scénario de baisse profonde et mal contrôlée du dollar me paraît possible, sans même que le FED ou la Bundesbank y soient pour quelque chose.

Bertrand Jacquillat : Je trouve les scénarios et analyses que nous venons d'entendre tout

à fait intéressants et fortement argumentés. J'espère simplement qu'ils s'avéreront justes.

T A B L E R O N D E

Leurs conclusions (une moindre croissance des économies ramenée de 2 à 1 %) pourraient en effet apparaître après coup comme trop optimistes.

Rappelons qu'à l'exception de la chute boursière de 1962 survenue à la suite d'une fausse interprétation de la nature et des conséquences du conflit entre le président Kennedy et les syndicats, toutes les chutes boursières ont correctement anticipé des récessions économiques. La chute boursière que nous venons de connaître est très importante dans son ampleur ; elle n'est probablement pas terminée tant il semble que les investisseurs ne soient aujourd'hui pas prêts à entendre que les mauvaises nouvelles.

La chute d'octobre n'était sans doute que le correctif d'une hausse sans précédent. La continuation de la baisse est le signe avant-coureur d'une récession, même si l'on a aujourd'hui du mal à en décrire les contours. L'ampleur de la baisse de novembre et de décembre est une mesure avancée de ce que sera cette récession. N'oublions pas que les marchés ne sont jamais à leur valeur moyenne. On n'a jamais réussi à modéliser l'évolution de la prime de risque, c'est-à-dire la différence de rentabilité que les investisseurs exigent entre les placements risqués et les placements moins risqués, parce que celle-ci dépend de l'aversion au risque des investisseurs qui est imprévisible et changeante. Il n'empêche que nous connaissons son évolution.

Sur la base d'estimations des 125 valeurs les plus importantes de la Bourse de Paris, « Associés en finance » a calculé que la prime de risque était de 0,4 % seulement au début du mois d'octobre 1987. C'était le plus bas niveau historique depuis plus de quinze ans que nous avons calculé une telle prime. Elle était par exemple de 6,20 % fin 1982 et sa moyenne se situe un peu en dessous de 3 %. Depuis la chute des cours, elle s'est reconstituée à 2,70 % sans que les prévisions du flux des dividendes des sociétés de l'échantillon — et qui sont un préalable à son calcul — aient été modifiées.

Autrement dit, si les prévisions des analystes quant à la capacité bénéficiaire des entreprises était révisée à la baisse — ce qui sera fait prochainement pour les raisons déjà invoquées par Gérard Maarek et Michel Aglietta — et si les investisseurs continuaient à fermer leur oreille réceptive de bonnes nouvelles et à laisser grande ouverte leur oreille réceptive des mauvaises nouvelles, c'est-à-dire à exiger une prime de risque plus élevée, on ne sait pas quel facteur, sinon la baisse des taux d'intérêts, pourrait empêcher une baisse supplémentaire du marché des actions, ce qui ne manquerait peut-être pas d'avoir à son tour des conséquences sur l'économie réelle.

27

REF : L'approche de la dernière question nous entraîne dans une euphorie certaine ! Nous ajouterons, en nous situant plutôt du côté non catastrophique de Gérard Maarek, que la baisse du dollar est tout à fait susceptible, comme cela a été le cas l'année dernière et au début de cette année, d'entraîner immédiatement une hausse des taux d'intérêts américains à long terme. Avec la contagion que l'on a vue, une contagion sur les taux d'intérêts à long terme atténuée, partout. C'est un risque supplémentaire, mais dont on peut se demander s'il n'est pas déjà en train de se matérialiser.

Alors, nous allons terminer avec une dernière question : Sur quoi doit porter la surveillance des activités de marché et comment peut-elle être organisée ? Et faut-il modérer ces activités ?

Michel Aglietta : Le problème est fort complexe et comporte plusieurs dimensions. La première concerne le fonctionnement des marchés de titres eux-mêmes. Un enseignement de la crise boursière est que les marchés trop volatiles peuvent rendre vulnérables un petit nombre d'institutions essentielles pour apporter la liquidité. Pour

éviter que des positions massives dans le même sens soient prises par des opérateurs qui se précipitent en même temps pour les couvrir ultérieurement, décourageant les institutions chargées de se porter contreparties, il faut diminuer sensiblement le levier d'endettement sur les marchés spéculatifs. Il faut aussi obliger les institutions qui

LA CRISE FINANCIÈRE

concentrent les risques, parce qu'elles sont réceptrices de ceux que les autres opérateurs ont transféré grâce aux contrats à terme et d'options, à constituer des provisions en capital et des réserves liquides bien plus considérables que ce n'est le cas aujourd'hui.

Mais les dangers des systèmes financiers contemporains ne concernent pas seulement la volatilité excessive des marchés de titres. Il y a aussi les conséquences de l'effacement de la distinction entre banques et non banques à travers l'émission des nouvelles formes de liquidités et la cascade des garanties hors bilan. Cette chaîne opaque de distribution des risques place les banques centrales devant des responsabilités à l'égard de la stabilité globale des systèmes financiers qui sont mal définies. En cherchant à sauver de la faillite des quasi-banques, l'autorité monétaire peut être forcée de se porter prêteur en dernier ressort de crédits désintermédiés. Non seulement l'aléa moral serait grandement accru, mais la banque centrale serait soumise à des objectifs contradictoi-

res : la politique monétaire opérant sur des marchés déréglementés doit pouvoir agir par des variations importantes des taux d'intérêts ; elles ne sont supportables que si les difficultés qui peuvent en découler pour certaines institutions financières ne mettent pas en péril le cœur du système financier, c'est-à-dire l'organisation des paiements. Cela implique que les agents économiques demeurent absolument garantis que certaines catégories d'actifs sont bien des droits d'accès inconditionnels aux moyens de paiements.

Si l'on ne veut pas étendre cette garantie de proche en proche à tous les actifs financiers, il faut penser une réglementation qui restructure les systèmes financiers dans l'une ou l'autre des deux voies suivantes : soit réaffirmer la spécificité des banques, soit redéfinir fonctionnellement la catégorie de monnaie de manière à désimbriquer l'intermédiation financière et la gestion du système des paiements qui doit impérativement demeurer un bien public.

28

Bertrand Jacquillat : J'invite pour ma part à la prudence. Nous sommes passés de l'âge de pierre de la finance à une industrie mature. Les nouveaux instruments financiers mis en place pour des besoins de protection ont révolutionné la gestion financière dans le monde.

Partie avec un certain retard par rapport aux pays anglo-saxons et au Japon, la France a pris certains risques pour faire en trois ou quatre ans ce que les autres ont fait en près de dix ans. Les outils qui ont été créés sont des outils indispensables à une gestion fine et efficace des risques pour toute entreprise.

Si certaines entreprises abusent de l'utilisation de ces produits à cause d'une vision un peu myope de leurs risques, d'une absence de vue d'ensemble de leur gestion financière, c'est leur affaire.

Ce qu'il faut c'est éviter un dysfonctionnement du système. Comment ? En accroissant les capacités de traitement des marchés financiers, en assurant l'intégrité financière des intermédiaires et la qualité des informations.

Michel Cicurel : D'abord, je réponds tout de suite au deuxième hémistiche de la question : faut-il modérer ces activités ? Je crois que non, il ne faut pas modérer ces activités au sens quantitatif du terme, il ne faut pas casser le thermomètre lorsqu'il montre de la température. Il faut veiller à ce qu'il donne une température précise, exacte et fidèle.

Concernant la surveillance des marchés, je pense qu'il faudrait d'abord très certainement met-

tre des limites à la partie franchement spéculative de ces activités, en particulier au niveau de tous les systèmes qui permettent avec des leviers considérables d'acheter des actifs à risque. Il faudrait, de façon réglementaire, mettre des limites. Il faudrait, ensuite, accroître la viscosité des marchés.

Tous les systèmes qui consistent à fonctionner à frais nul, avec à la fois un système fiscal complètement transparent et un système de tarifi-

T A B L E R O N D E

cation démagogique sont des systèmes dangereux, dans lesquels les actifs circulent trop vite.

Troisièmement, je crois qu'il y a des choses à faire en matière de transparence de l'information, singulièrement en France. Aujourd'hui, et notamment sur les placements collectifs, l'information est complètement opaque et, dans l'ensemble, les porteurs de papier ne savent pas ce qu'ils ont acheté.

Enfin, un dernier point : au niveau des intermédiaires, il faudrait établir des règles prudentielles. Elles devraient être à la fois internationales et largement débattre avec les professions. Car si on plaque des réglementations un peu autoritaires sur les marchés, on peut avoir des déconvenues.

Dans les derniers mois par exemple, c'est un point un peu anecdotique mais intéressant, on

s'est demandé s'il ne fallait pas établir un certain nombre de règles pour s'assurer que les rémérés feraient bien l'objet d'un rachat en fin de période. Devant l'accentuation du risque de taux, on pouvait, en effet, se demander si la contrepartie ne ferait pas défaut en fin de période. Or, l'habitude s'est prise de plus en plus, dans les contrats de réméré, de sous-évaluer les titres d'une décote suffisante pour que le rachat soit évident en fin de période. Il y a certainement des habitudes professionnelles qui peuvent se créer, et permettent de s'assurer de la bonne tenue des marchés. Mais on n'évitera pas complètement que les autorités, au sens le plus large du terme, interviennent dans les règles prudentielles de marché.

Jean Peyrelevade : Je souris parce que je suis d'accord avec les mesures concrètes que propose Michel Cicurel, mais je vais leur donner une présentation volontairement un peu agressive. Je crois qu'il a raison, sur le plan concret. Personnellement, je suis pour augmenter la viscosité des marchés, de façon à réduire cet écart de vitesse entre l'économie financière et l'économie réelle dont on a parlé à plusieurs reprises.

Donc, tout ce qui encourage la viscosité en termes de fiscalité, en termes d'augmentation des dépôts, en termes de surveillance des ratios d'endettement, sont des choses qu'il faut faire. Et on ne peut le faire qu'avec une solide dose d'empirisme : faire et regarder les effets. Il n'y a aucune doctrine, aucune idéologie qui puisse dire qu'il faut augmenter la viscosité de 2, de 3 ou de 10%. Il faut d'abord faire. Ce qui m'inquiète cependant, c'est que je n'ai pas encore vu de commencement à cette action...

Mais la présentation agressive est la suivante : après tout, peut-être est-on dans une phase historique, que l'on décrivait tout à l'heure, de passage d'une structure à l'autre. Le marché de la monnaie est resté complètement libre, en caricaturant, jusque vers la fin du XVIII^e siècle. Puis, au prix de quelques faillites de système retentissantes, on a éprouvé la nécessité de fabriquer une banque centrale.

Je trouve que la seule chose qui manque dans l'exposé de Michel Cicurel, c'est la conclusion : on est parti pour recréer une autorité régulatrice, qui serait une banque centrale ou quelque chose d'autre. Ce sera un système hiérarchisé qui assurera à nouveau la régulation de l'ensemble de la sphère financière une fois qu'elle se sera étendue à toute l'économie. On peut commencer à en rédiger les statuts.

Michel Cicurel : Je suis d'accord avec la conclusion. Je crois que tout marché doit s'accompagner d'une morale forte et austère.