



LEÇONS DE CRISE

JEAN-PAUL BETBÈZE*

Les événements récents jettent une lumière crue sur le thème de ce rapport. L'attentat américain de Wall Street souligne le pouvoir potentiel du terrorisme ; il montre les lieux où son argent circule ; il indique ses effets déstabilisants, avec la Bourse comme caisse de résonance. L'explosion de Toulouse montre la sensibilité des agents économiques au risque, avec le rôle croissant de l'instance judiciaire et son interdépendance avec le prix des sinistres, avec la Bourse aussi comme caisse de résonance.

UN MONDE PLUS FINANCIER ET PLUS GLOBALISÉ

Nous vivons d'abord un monde plus financier. Plus financier, si l'on songe que la part des actifs mobiliers n'a jamais été aussi importante par rapport au patrimoine total et par rapport au PIB dans les grands pays du monde. Notre monde est aussi plus globalisé car ce sont les mêmes repères, valorisations, attentes, qui jouent partout, avec un effondrement des coûts de transaction sur les titres qui en accélère la vitesse de mouvement. L'idée qu'il peut y avoir des écoles différentes de valorisation est erronée, que l'on peut échapper à un choc global est une chimère.

Ce monde, où les flux sont sous la pression des stocks, ne peut être que plus instable, volatile, risqué donc. D'autant que ces mêmes stocks demandent une rémunération élevée. Les fameux 15 % de ROE (*Return on Equity* ou rendement des fonds propres) sur moyenne période sont, en effet, historiquement sans référence, et macro-économiquement sans défense (dans une économie à croissance nominale de 3 à 5 % qui entend se développer de façon stable sur moyenne période). En fait, la pression du patrimoine sur l'activité modifie très profondément les modes de gestion des firmes. Elle conduit les entreprises à réduire leur champ de vision, et plus encore à se structurer de façon de plus en plus semblable. Experts, consultants, analystes du marché eux-mêmes, disent aux sociétés qu'il ne faut pas s'obstiner dans telle ou telle activité naissante ou secondaire, qu'il leur faut aller vers les activités qu'elles dominent, maîtrisent, celles où elles sont une référence, et si possible au niveau mondial, en tout cas par grande zone monétaire.

La tension croît ainsi au sein du système, où des unités économiques de plus en plus semblables s'affrontent à la recherche de taux de rentabilité élevés. Course contradictoire dans le temps, puisque l'on sait que concurrence et profit ne font pas long ménage, course palpitante dans l'im-

* Directeur des études économiques et financières du Crédit Lyonnais.

médiat. Le taux de rentabilité, qui était largement endogénéisé au sein des entreprises dans les formes antérieures du capitalisme, celles où les capitalistes étaient propriétaires, celles où les managers géraient pour leur compte, devient un processus externe. Antérieurement, les régulations internes recherchaient bien sûr la rentabilité, mais leur capacité de comparaison et surtout de mobilité étaient limitées. Actuellement, les firmes changent de nature. Elles étaient auparavant l'enveloppe d'un capital qu'il s'agissait de faire croître dans une logique, plus ou moins efficace, de portefeuille d'activités. Elles deviennent aujourd'hui l'enveloppe d'une organisation de la production, aussi simplifiée et analysée que possible, avec l'idée que c'est un choix en amont qui va créer le portefeuille d'activités.

Il s'en est suivi un boum de l'activité, accéléré par un effet boursier. La fameuse bulle du Nasdaq a représenté, en accéléré, l'idée que tous les acteurs allaient se convertir à ces nouvelles techniques, qu'il fallait donc prendre des places au plus tôt, que les capacités d'extension d'unités, aujourd'hui minuscules et survalorisées, seraient, au fond, jugées tout à fait correctes dès lors qu'elles auraient réussi... On connaît l'histoire constante des bulles avec son cortège de concepts et de techniques de valorisation, d'idées et de fantasmes. Dans le cadre américain, cette évolution a évidemment prolongé la croissance, classique en son début, avec l'idée de valeurs plus fortes encore des titres, avec aussi des effets immobiliers extrêmes dans certaines zones propices.

Le moment où la bulle a éclaté a conduit ensuite à une phase de ralentissement plus nette encore, et surtout plus rapide et violente. Pendant des mois, le ralentissement américain était attendu, annoncé, mais peu perceptible par les directeurs d'achat. Mais, c'est la finance qui a marqué la fin du jeu. Vers la fin de l'année dernière, les financements désintermédiés se sont en effet brutalement asséchés, *commercial paper* et obligations ont fui. Le retour vers la banque a été immédiat, conduisant en même temps à de violentes reconsidérations des programmes d'investissement. La chute des Bourses ne faisait alors qu'illustrer ce processus, induisant non pas un « effet richesse négatif », mais annonçant à tous les acteurs comment, désormais, se polarisaient les anticipations.

L'AMPLIFICATION DES CYCLES

Le ralentissement violent d'une longue croissance

La longue phase de croissance, puis la violence du ralentissement américain, sont exemplaires de cette mutation du système économique. En effet, après la récession du début des années 1990, les entreprises américaines ont effectué un effort considérable d'investissement. D'une année à l'autre, leur investissement a toujours crû de plus de 10 à 12 % en volume, ce qui implique, sur la durée, une reconstruction presque entière des structures productives. Dans ce contexte, se sont développées les nouvelles technologies de l'information et de la communication, qui en ont permis une chute du prix de traitement, stockage et diffusion. Ce que l'on a nommé la « nouvelle économie » a été l'addition de cet effort généralisé d'investissement et de cette baisse du prix relatif du traitement de l'information.

L'entrée en jeu de la politique monétaire

La politique monétaire américaine ne pouvait qu'entrer violemment en jeu, dès lors que le retournement conjoncturel s'annonçait. A partir du mois de janvier, la Federal Reserve Board (Fed) a, en effet,



très régulièrement et très significativement abaissé ses taux directeurs, mettant une précipitation sans exemple dans sa démarche. Nous n'en sommes plus, en effet, dans cette phase du capitalisme patrimonial et globalisé, au gradualisme de la politique monétaire qui devrait stabiliser les anticipations sur les prix. De même que la recherche d'un ROE plus important dope l'activité et fait monter les cours boursiers faisant monter la croissance au-dessus de son potentiel, de même le renversement est violent. La phase de croissance plus forte que nous avons connue est en réalité un moment d'une période historique de croissance plus volatile. Les stabilisateurs automatiques sont alors massivement utilisés : les déficits budgétaires se creusent, tandis que les taux baissent (pour que les banques prêtent) et que l'emploi chute.

Pour autant, cette nouvelle phase de croissance plus volatile ne fonctionne que si la flexibilité du système est plus forte, que ses capacités d'expansion et de contraction s'avèrent plus importantes. Les Etats-Unis paraissent ainsi le nouvel animal adapté à cette logique, bien plus que l'Europe, et bien plus encore que le Japon. Plus que le Japon d'abord, qui ne cesse de soigner, dans la dépression, la période de montée de ses prix d'actifs d'il y a vingt ans. Plus que l'Europe ensuite, dont l'organisation économique et politique la mène à des croissances plus réduites et plus régulières, sans vraie capacité de réaction aux chocs.

LA NOUVELLE CONCURRENCE DES ESPACES ÉCONOMIQUES ET FINANCIERS

Ceci conduit à la nouvelle concurrence des espaces économiques et financiers : celle de leurs volatilités comparées. Le grand choix qui va se présenter, en effet, dans les années à venir, sera celui des dynamiques

comparées de croissance des grandes zones monétaires, avec leurs écarts types. On peut concevoir qu'il va s'agir des Etats-Unis entre 3/4 % et 0 %, de l'Europe entre 3 et 1 %, du Japon entre 1 et -1 %. Dans un tel contexte, les actifs américains seront vécus comme plus risqués, mais avec un *upside* supérieur, donc à même de surclasser les autres dans des portefeuilles nécessairement plus dynamiques. On peut en tirer l'idée que la capacité de création de valeur américaine sera plus forte, que sa capacité d'attraction d'épargne ne saurait être affectée (déjà deux tiers de l'épargne mondiale). Par différence, l'économie européenne est davantage celle d'un pays mûr, moins instable bien sûr, mais moins susceptible aussi de fortes valorisations. Ceci pour ne rien dire du Japon qui va entrer dans une phase importante de cession d'activités.

La polarisation des richesses

La polarisation des richesses n'en sort que renforcée, avec ses intérêts et ses risques. C'est bien ce que l'attentat du World Trade Center a montré : deux tours qui illustrent le succès mondial, deux monuments iconiques, comme on dit désormais, qui peuvent servir d'objectif à des terroristes désireux de faire le plus de mal possible au système dans son ensemble. De fait, l'attaque a bien montré les effets en chaîne d'une montée globale du risque dans le monde, puisque tel était l'objectif recherché. Une prime de risque plus forte, c'est moins de consommation, notamment en biens durables et en biens de luxe, moins d'investissement domestique, moins encore d'investissement à l'étranger. C'est donc un ralentissement global, mais différencié, qui conduit à accroître la pression sur les différents pays en fonction de leur situation relative *ex ante*, mais aussi et peut-être surtout de leur capacité de rebond.

Il paraît ainsi clair que les marchés ont vite compris que les Etats-Unis entraînent

en récession, mais que les baisses de taux qui continuaient, et les déficits budgétaires qui commençaient, étaient tout à fait de nature à contrer le processus. Ceci, pour autant bien sûr qu'il n'y ait pas d'autres attaques et que l'action militaire soit bien menée, pourrait faire des Etats-Unis les meilleurs candidats au rebond. Les experts ont d'ailleurs noté que la liquidité abondamment offerte, et les subventions généreusement accordées, ont permis une socialisation du coût du choc ; ce qui peut bien s'analyser comme une accélération des ajustements qui restaient à faire... plus quelques avances. L'Europe, on l'a bien vu, s'est ajustée avec modération et s'apprête à un seul creusement modéré de son déficit budgétaire. Les pays émergents entrent dans des phases de dévaluations, de montée des déficits publics et donc d'ajustements, étant entendu que certains seront obligatoirement aidés. L'Argentine achètera encore du temps, le Brésil laisse filer sa monnaie, la Turquie aura de nouvelles facilités, et l'Egypte devrait être soutenue dans son rôle d'intermédiaire dans la région. Ce sont donc de nouveaux milliards qui vont se déverser ici, en fonction évidemment de la situation politique des différents pays et de leurs engagements relatifs dans le contexte politique actuel.

L'attitude différenciée face au risque

La crise de Toulouse, en France, illustre un autre aspect de ce même phénomène : l'attitude différenciée face au risque. L'économie moderne est en effet caractérisée par une montée des risques économiques et financiers, celle-ci ajoutant des risques technologiques, organisationnels, opérationnels, de marketing, d'image, financiers, juridiques... Il est assez normal qu'une société, qui devient plus riche, se trouve en butte à plus de risques (car elle peut perdre plus), et à une hésitation à

prendre ce risque croissant (pour la même raison). Ce qui est nouveau dans la situation actuelle, c'est d'abord que les risques deviennent de plus en plus importants, car interdépendants. La finance globalisée conduit à une mondialisation du risque, et donc à son accroissement (l'Argentine, qui souffrait « évidemment » du ralentissement américain, s'est trouvée aussi une des premières fragilisées par l'attentat du 11 septembre). En même temps, il n'est pas sûr que la prime de risque soit partout la même. On peut même penser que les économies les plus volatiles sont celles-là même qui acceptent de prendre relativement plus de risques, étant conscientes du fait qu'une diminution du goût du risque fait peser sur elles un risque croissant : celui d'une croissance plus faible. Plus de vérifications et de vigilances, des investissements plus lourds, des files d'attente et des queues, c'est une réduction de la vitesse de circulation des hommes et des biens, c'est plus de capital nécessaire, c'est *in fine* moins de rentabilité. Et de croissance et d'emploi, d'attraction des idées et des capitaux.

La gestion du risque est donc au cœur des nouvelles croissances comparées. Il s'agit de voir comment réduire ce risque dans la mesure du possible, comment donc organiser l'espace productif, les responsabilités, et aussi les demandes de rentabilité. Un monde mieux réparti où des fonds de pension plus importants sont, bien davantage, gérés par les salariés eux-mêmes, où les organisations mondiales jouent un rôle plus actif, où les circuits de financement sont plus transparents et les techniques comptables plus homogènes, est évidemment moins risqué. Il croît donc plus vite, toutes choses égales d'ailleurs. Cette homogénéisation du risque est un élément essentiel de la dynamique économique mondiale. Faute de quoi on peut imaginer une logique inverse où la prime de risque est plus réduite dans certaines zones mûres, et plus forte ailleurs, par exemple aux Etats-Unis, à due concurrence de leur capacité d'attraction et de mobilisa-



tion du capital, qui fournit en même temps les capacités de réponse aux chocs de conjoncture.

Au total, les moments dramatiques que nous vivons ouvrent deux voies à la dynamique économique. L'une est celle de la plus grande pente, tendancielle donc, et se manifeste par des écarts croissants de volatilité ; l'autre est, évidemment, construite,

dans l'idée de réduire ces écarts, de les homogénéiser. Le terrorisme là-bas, les risques d'entreprise ici, montrent nos interdépendances croissantes, mais ils ne disent rien de nos choix les plus profonds. L'expression, qui se veut optimiste, « l'avenir est très ouvert » implique en fait que la méconnaissance de la dynamique de risque, dans laquelle nous entrons, est forte. Le fondement de toute réflexion sur la moralité de l'argent est là.

