

Introduction générale

Christian de BOISSIEU
Professeur à l'université de Paris I

Yves ULLMO
Secrétaire général du Conseil national du crédit

6

La Revue d'Économie Financière a déjà abordé le thème de l'instabilité financière, en particulier en organisant une table ronde consacrée aux premières leçons à tirer de la crise boursière d'octobre dernier (n°3, déc. 1987). Mais il convenait d'essayer d'aller plus loin en prenant le recul nécessaire et en traitant des principales facettes d'un sujet omniprésent : les relations entre la mutation financière et les performances (ou souvent, les contre-performances) de l'économie « réelle », étant entendu qu'une approche satisfaisante de ce vaste sujet implique de mêler des éléments quantitatifs et des arguments qualitatifs, mais aussi de bien voir où s'arrêtent les jugements d'existence et où commencent les jugements de valeur. Ce numéro de la Revue d'Économie Financière s'efforce de répondre à ces exigences, en analysant les relations entre la finance et l'économie à la lumière du choc boursier¹.

Le concept d'instabilité financière est assez ambigu. Il est généralement abordé par les économistes en termes de volatilité « excessive » du prix de certains actifs financiers stratégiques (le dollar, les cours boursiers, etc.). Le caractère excessif de la volatilité ne peut lui-même s'apprécier qu'au regard de modèles pris comme référence, et d'une distinction souvent présente mais rarement explicitée entre une « bonne » et une « mauvaise » volatilité. Après tout, les fluctuations des cours de change ou des taux d'intérêt ne sont pas par elles-mêmes le syndrome d'un dysfonctionnement de l'économie. Elles ne le deviennent qu'au-delà d'un certain seuil. Dans certaines circonstances, l'ajustement des prix des actifs financiers, expression du fonctionnement correct des marchés, est un substitut à l'ajustement des quantités, et l'économiste sait qu'une rigidité excessive de certains prix est source de déséquilibres réels (voir par exemple le chômage « classique » dû à des salaires réels rigides à des niveaux supérieurs au salaire d'équilibre). D'où l'importance d'une réflexion, présente dans de nombreuses contributions à ce numéro, sur les liaisons entre la volatilité des cours des actifs financiers, l'instabilité des marchés financiers et les performances du secteur réel (rythme et fluctuations de la croissance réelle, évolution de l'emploi, déséquilibres des balances courantes, etc.). Même si le choc boursier du 19 octobre a remis en honneur ce type d'interrogation, il est clair que le problème est posé depuis beaucoup plus longtemps. En fait, il se situe au centre du débat depuis l'accélération de la mutation financière, c'est-à-dire, selon les pays, depuis le début ou la fin des années soixante-dix. En outre, la perception d'un « risque de système » remonte au moins à la crise de l'endettement international (ouverte depuis août 1982) ; elle a été renforcée, avant le choc boursier, par le tassement du marché obligataire dans ses composantes domestiques et internationales dès la fin de 1986, sous l'effet du retournement vers le haut des anticipations de taux d'intérêt.

La globalisation financière : un phénomène largement irréversible

À supposer qu'il y ait accord sur le diagnostic — le renforcement de l'instabilité financière — quelles en sont les causes ? En particulier, peut-on imputer, au moyen d'une ventilation qui ferait presque penser à un exercice de comptabilité analytique, ce qui est dû aux déséquilibres internes et internationaux (déficits américains jumeaux, excédents allemand et japonais, etc.) et aux conditions de leur financement, et ce qui est dû aux divers aspects de la mutation financière (l'innovation financière, la désintermédiation, la libéralisation financière...) ? La plupart des contributions rassemblées ici éclairent certains aspects de ce vaste débat, même si les articles l'abordant plus frontalement sont en nombre plus réduit (*voir les contributions de Michel Cicurel et de Jean Cheval pages 154 et 160*). L'exercice d'imputation est, en la matière, d'autant plus délicat que les éléments distingués sont en étroite relation : l'ampleur des déséquilibres internationaux et des financements à réaliser a sans aucun doute catalysé un processus d'innovation financière qui, par ailleurs, a résulté de la conjugaison de nombreux facteurs (les nouvelles technologies d'information et de communication, la volonté de contourner des réglementations jugées trop contraignantes, etc.). Mais à la question : le krach était-il fatal ? J. Cheval dit oui, M. Cicurel répond non...

Pour ce qui concerne l'analyse des causes des crises financières et des remèdes à apporter, le recul historique n'a pas nécessairement pour effet d'accroître la convergence des points de vue. Telle est l'une des conclusions ressortant de l'étude fouillée (*présentée par Jean-Marie Thiveaud et Christine Huet-Vandenbrule; voir page 302*), de la littérature économique et financière (ouvrages, thèses, articles...) suscitée en France durant la période 1929-1939 par la Grande crise.

Parmi les nombreux concepts associés à la mutation financière en cours, celui de « globalisation » (*voir l'article de Jean-Yves Haberer page 14*) touche la plus vaste audience, sans doute par son caractère concret et unificateur de l'ensemble des modifications intervenues. La globalisation financière, qui découle à la fois des nouvelles technologies d'information et de paiement et des nouveaux instruments financiers, est étroitement associée aux phénomènes de désintermédiation, de « marchandisation » (selon l'expression consacrée par T.R. Bingham), de « titrisation » (« securitisation »), etc. Elle désigne tout à la fois la gestion intégrée des trésoreries des particuliers et des entreprises, grâce aux formules proposées par les institutions financières, et le décloisonnement des marchés et des procédures de financement à l'intérieur de chaque économie comme au plan international. Ce décloisonnement est la conséquence directe de la libéralisation financière (suppression du contrôle des changes de la part des pays le pratiquant encore, ouverture accrue du marché monétaire, etc.). L'article de Jean-Yves Haberer souligne le contenu et les implications de cette globalisation financière, qui constitue sans doute un phénomène largement irréversible.

L'innovation financière et ses effets sur la sphère réelle : éclairer la polémique

Une série de contributions concerne la question de la substitution entre les actifs financiers pris dans un sens large, thème qui comporte de nombreux aspects : l'arbitrage entre les actions et les obligations (*voir les contributions de Bertrand Jacquillat et de Michel Piermay pages 85 et 123*), entre l'investissement en capital physique et les placements financiers qui, à la lumière des données de la Centrale des bilans du Crédit national, apparaît moins intense qu'on ne pouvait le penser *a priori* (*voir l'article de Michel Fried et Olivier Gaudry page 96*). Dans des économies largement ouvertes et exposées à une mobilité internationale du capital presque

parfaite, l'équilibre des portefeuilles doit être abordé dans une perspective mondiale (voir l'article de Patrick Artus page 33).

L'analyse précise des effets de substitution à l'intérieur de l'ensemble des titres financiers, et entre ceux-ci et les actifs non financiers, est un préalable indispensable à l'étude des conséquences directes et indirectes de la mutation financière. Elle éclaire en particulier la polémique relative aux effets, pour la sphère réelle, de l'innovation financière. S'il est vrai que l'accélération de l'innovation financière est intervenue en même temps que le tassement de la croissance réelle et l'extension du chômage, il serait présomptueux et sans doute erroné d'en déduire quelque hypothèse de causalité. L'enquête déjà évoquée du Crédit national montre qu'en France les entreprises non financières qui ont le plus accru leurs placements financiers durant ces dernières années sont en même temps celles qui ont le plus investi en capital physique et ont eu les meilleures performances.

L'évolution des conditions de financement des agents « à déficit » : au cœur des liaisons entre la finance et l'économie

Afin d'éclairer le procès fréquent fait à l'innovation financière, il nous semble nécessaire de dissocier la cause et la condition permissive. L'essor des placements financiers des entreprises, jusqu'au choc boursier, pouvait s'expliquer par la configuration des taux d'intérêt : aux taux d'intérêt réels élevés, dépassant de beaucoup la rentabilité escomptée de nombreux équipements, est venue s'ajouter la perspective de plus-values rapides associée à des anticipations de baisse des taux nominaux. Dans cette affaire, l'innovation financière, par la diversité accrue du « menu » d'actifs proposé aux investisseurs, n'a été au plus qu'une condition permissive accentuant peut-être une substitution dont elle n'était pas responsable, mais qui a tenu aux taux d'intérêt. Dans l'entretien reproduit ici (voir *Tribune Libre page 238*), Daniel Deguen rappelle les principales conclusions de la Commission qu'il a présidée : la mutation financière n'est pas responsable des maux dont elle est parfois accusée depuis le 19 octobre, mais ceci n'implique pas qu'il faille négliger les questions associées à la gestion de l'innovation financière.

L'évolution des conditions de financement des agents « à déficit » (pour reprendre la terminologie proposée par J. Gurley et E. Shaw dès 1960) est, on le comprend aisément, au cœur des liaisons entre la finance et l'économie. Pour prendre la mesure des changements déjà intervenus, voire des perspectives envisageables, rien de tel que des comparaisons dans le temps et dans l'espace (voir les articles d'André Straus, Rauf Gönenç et Didier Pène pages 44, 67 et 112). Ces articles font ressortir les possibilités nouvelles ouvertes par le développement des marchés, pour les entreprises, aux arbitrages entre investissement et croissance externe, et plus généralement aux restructurations. Dans une analyse comparative des rôles respectifs des marchés et de l'intermédiation dans le développement des entreprises en Allemagne, en Grande-Bretagne et au Japon, A. Straus montre que les spécificités nationales bien connues ne se traduisent pas par des différences de performances dont on peut réellement dire qu'elles leur sont imputables, et ne conduisent en tout cas pas à la conclusion d'une supériorité du marché sur l'intermédiation. Ces spécificités elles-mêmes évoluent dans le temps en fonction notamment du montant et des modes de financement du déficit des administrations, ainsi que de l'ouverture des économies (Japon) sur l'extérieur. Quant à la liaison entre mode de financement et efficacité des entreprises, l'auteur note que les deux modes de financement permettent également d'utiliser l'effet de levier, donnent l'avantage à l'intermédiation quant à l'efficacité technique du contrôle des firmes, et ne départagent pas en ce qui concerne l'ajustement structurel et les restructurations.

En ce qui concerne plus particulièrement les OPA, l'évaluation des expériences

américaine (voir l'article de Christian Merle et Hubert Stoclin page 132) et allemande (voir l'article de François Jonchère et Thierry Walrafen page 148) précise bien les rôles respectifs du marché appuyé par l'effet de levier, le crédit et l'emprunt, et des liaisons étroites entre banques et entreprises dans la croissance externe de celles-ci. Au total, le débat sur les rôles respectifs de l'intermédiation et des marchés dans l'efficacité et la croissance reste ouvert, ce qui va sans doute contre des idées « à la mode ».

Une tendance générale à surestimer l'impact du choc boursier

Il faut bien constater qu'une partie importante de l'énergie déployée par les économistes depuis le 19 octobre a consisté à supputer les conséquences du choc boursier. Il est progressivement apparu que, au-delà des divergences habituelles et en définitive rassurantes parce que constitutives de la profession de conjoncturiste, une tendance assez générale à surestimer l'impact réel de ce choc s'était développée. La raison tient-elle à la sous-estimation de la capacité des agents d'absorber des chocs défavorables ? Ou bien à l'intervention de délais d'action inhabituellement longs ? Bien d'autres éléments pourraient être évoqués. Avant une présentation synthétique des implications macro-économiques de la tourmente financière (Jean Cheval), il était indispensable d'approfondir certains aspects.

Les fameux « effets de richesse », au cœur des discussions depuis octobre, sont passés en revue par Patrick Artus (voir page 172), dont la présentation analyse le jeu de ces effets non seulement sur la consommation des ménages, mais aussi sur l'investissement des entreprises. Il fait ressortir l'influence de la désinflation sur la baisse du taux d'épargne des ménages. En ce qui concerne l'investissement, il conclut en particulier que si le fameux ratio q de Tobin, c'est-à-dire le rapport entre la valeur boursière de l'entreprise et la valeur de remplacement de son capital, fait effectivement ressortir une influence de l'évaluation boursière sur les comportements d'investissement des entreprises aux États-Unis, il n'en va pas de même en France. En tout cas, la « bulle » sur le cours des actions de ces dernières années n'a pas influencé l'investissement. Par contre, il est possible que l'allègement de l'endettement lié à l'inflation ait effectivement joué un rôle positif, aujourd'hui renversé par la désinflation. C'est la conclusion qui se dégage des travaux français sur la profitabilité.

C'est également à propos de l'investissement des entreprises que Gérard Maarek (voir page 190) fait ressortir que l'inflation — et l'administration des marchés — ont permis de transgresser la règle dans laquelle s'exprime la « contrainte financière » : en régime permanent, le taux de croissance de la dette doit être inférieur au taux d'intérêt, ou encore, corollaire en apparence paradoxal, le « solde financier » des agents endettés, différence entre leurs emprunts nouveaux et le service de la dette, doit être négatif. La désinflation et la montée des taux d'intérêt réels ont rétabli l'orthodoxie financière, peut-être excessivement, en balancier des excès passés : d'où l'austérité des débiteurs dans leurs décisions d'investir.

L'article de Jacques Pécha et Pierre Sicsic (voir page 212) se centre sur l'étude de la croissance rapide du crédit à la consommation en France et des implications de ce phénomène. Il fait ressortir des effets réels dont l'ampleur n'avait pas été anticipée.

Un autre secteur fait l'objet d'un diagnostic plus précis après le choc boursier, celui du logement (voir l'article de Bruno Lefebvre et Michel Mouillart page 200). L'article que nous publions ici fait ressortir combien est fragile la reprise de la construction obtenue depuis 1986, et à quel point elle pourrait être remise en cause par une stagnation du revenu réel et une remontée des taux longs. Les auteurs questionnent ainsi, dans cette hypothèse, la poursuite du désengagement de l'État.

Jean Cheval rassemble ces fils en articulant, comme il se doit, l'analyse à la prévision de l'économie mondiale. Ses conclusions sont affirmées : même aux États-Unis les effets patrimoniaux n'auront que des conséquences limitées. Mais les déséquilibres fondamentaux demeurent, et quels que soient les scénarios envisagés, la récession américaine en apparaît l'aboutissement inéluctable.

Parmi les implications de la mutation financière, apparues bien avant la tourmente boursière mais pour certaines accentuées par elle, il en est qui concernent directement la politique monétaire. Jean-Paul Pollin (*voir page 22*) se penche sur un aspect un peu moins cité, mais significatif de la déconnexion entre la finance et l'économie réelle qui concerne le décrochage entre la progression des agrégats monétaires et les évolutions macro-économiques. Ce décrochage remet en cause la stratégie des normes monétaires, du moins dans sa forme traditionnelle.

Une question habituelle, relancée par la multiplication des contrats à terme et des contrats d'options, est de savoir si l'introduction d'un marché à terme pour un actif accroît ou au contraire réduit la volatilité des cours au comptant de cet actif. Question apparemment technique, mais dont les implications pour la stabilité financière et la conduite de la politique monétaire sont évidentes. Michel Levasseur, Heung Choe et Jacques Chrissos dégagent (*voir page 224*), à partir d'un modèle tenant compte de l'asymétrie des anticipations, les conditions sous lesquelles les marchés à terme stabilisent les prix au comptant. Cette analyse théorique rejoint les conclusions de la Commission Deguen. À Paris, où ces instruments ne sont réellement développés que pour le marché obligataire, ils n'ont joué aucun rôle moteur dans le déclenchement de la crise. Ils en ont rendu visibles les signes avant-coureurs ; ils l'ont peut-être instantanément amplifié, mais en contrepartie, ils ont conféré aux marchés une résilience marquée et, par là même, ont amorti le choc.

Le partage et les inter-relations entre intermédiation et marchés : un défi fondamental pour la sphère financière

Au-delà des supputations toujours fragiles sur la possibilité d'un nouveau choc boursier, il convient de s'arrêter quelques instants sur le degré d'irréversibilité de la mutation financière. S'il est vrai que certains aspects de celle-ci sont exposés à des mouvements cycliques, de périodicité variable difficile à déterminer *a priori*, en liaison avec la conjoncture économique (ainsi les processus de désintermédiation ou de réintermédiation doivent être reliés au niveau des taux d'intérêt réels et aux anticipations d'évolution des taux nominaux; ainsi qu'à la plus ou moins grande perception de l'incertitude pesant sur les marchés), d'autres aspects relèvent principalement d'un mouvement tendanciel. Il en va ainsi des nouvelles technologies de paiement, sans doute aussi de la globalisation financière, comme en témoigne, après la fuite vers les marchés nationaux qui a caractérisé le krach, la reprise, encore hésitante, de la diversification internationale des portefeuilles, etc. Même si les structures de financement et la libéralisation financière sont susceptibles de connaître des évolutions cycliques, les cycles en question ne doivent pas être interprétés de manière stricte. La réintermédiation limitée amorcée ici ou là depuis la fin de 1986 et dans certains cas confortée par le choc boursier ne remet pas en cause l'essentiel du phénomène de désintermédiation et de titrisation apparu depuis plusieurs années. En tout état de cause, le partage et les inter-relations entre intermédiation et marchés vont rester le défi fondamental de la sphère financière.

Mieux gérer la liaison des risques individuels et des risques de système

La « réglementation » ne consiste pas à revenir sur la déréglementation des taux d'intérêt, des volumes de crédit (abandon quasi général du contrôle quantitatif du

crédit au profit de la régulation par les taux d'intérêt), des mouvements de capitaux, etc. La réglementation vise aujourd'hui à mieux cerner et prendre en compte les risques individuels pesant sur les établissements financiers dans leurs activités d'intermédiation et de marché (voir l'article de François Meunier page 244), à mieux percevoir et gérer la liaison entre le niveau et la distribution des risques individuels d'une part, le « risque de système » d'autre part (ce risque évoque un processus cumulatif de défiance et d'instabilité, qui se réalise lorsque les anticipations défavorables des agents provoquent une réaction en chaîne de défiance à partir d'un incident souvent local). En fait, dans l'appréciation du risque de système, risque de marché et risque d'intermédiation s'interpénètrent. Didier Bruneel (voir page 256) souligne l'asymétrie entre la déréglementation et la réglementation, et l'ambition des interventions des « prêteurs en dernier ressort » et des mesures de contrôle prudentiel mises en place face à l'instabilité financière. Jean Dermine (voir page 274) aborde la question de l'assurance des dépôts, moins au centre du débat en France, ou plus généralement en Europe, qu'aux États-Unis (pour des raisons souvent pertinentes, tenant aux différences dans les taux de mortalité bancaire des deux côtés de l'Atlantique), et pourtant incontournable dans toute discussion sur la gestion du risque de système. François Meunier met l'accent sur l'importance des agences d'évaluation, sur les codes de bonne conduite des OPCVM et sur les adaptations souhaitables des réglementations qui fixent les règles du jeu du marché.

Les Commissions désignées après le 19 octobre appellent à une coordination nationale et internationale

Ces débats ont été à nouveau abordés et élargis par les Commissions désignées après le 19 octobre pour élucider l'impact des nouveaux marchés et des nouveaux instruments financiers (Commission Brady aux États-Unis, Deguen en France...). Ces Commissions ont toutes souligné que la conséquence logique de la globalisation est d'appeler une coordination nationale et internationale pour la surveillance des activités de marché et les mesures prudentielles.

Daniel Deguen revient ici sur ce thème essentiel. L'effort de coordination doit être double. Dans chaque pays, il faut développer la concertation (voire, dans certains cas, l'institutionnaliser) entre les diverses autorités dont la juxtaposition et l'ignorance réciproque pouvaient se comprendre dans le contexte de marchés et de systèmes financiers segmentés, mais ne sont plus de mise aujourd'hui. La coordination se doit aussi d'être internationale. Dans ce domaine, les propositions du Comité Cooke pour les ratios de fonds propres indiquent la voie à suivre. Seule la coordination internationale couvrant à la fois intermédiation et marchés permettra de limiter le risque d'une « déréglementation compétitive » qui pourrait résulter d'une âpre concurrence entre les pays dans la perspective du grand marché intérieur européen (chaque pays cherchant, par la déréglementation et une fiscalité favorable, à attirer l'épargne, à éviter une délocalisation d'activités, etc.), et qui aurait toutes les chances d'accroître l'instabilité financière et le risque de système.

Nous entrons ainsi dans une nouvelle phase du contrôle prudentiel, dont il ne faut pas, en particulier quant à la mutation potentielle qu'elle implique pour le rôle du (des ?) prêteur en dernier ressort, sous-estimer les difficultés techniques et institutionnelles, mais dont la nécessité n'est plus guère contestée. □