

# Analyse du krach : le rétroviseur embué

Michel CICUREL  
Directeur général-Banque Cortal

**O**n dit que la prévision est difficile, surtout lorsqu'elle concerne l'avenir. Il arrive qu'elle le soit aussi lorsqu'elle intéresse le passé. Six mois après le krach d'octobre, l'incertitude sur le mécanisme de la crise n'a fait que croître. C'est parce que le consensus n'est pas établi sur l'analyse de la crise, qu'il ne l'est pas non plus sur les perspectives boursières, qui demeurent plus discutées qu'elles ne l'ont été depuis plusieurs décennies. Une seule chose est sûre : le nombre stupéfiant des gestionnaires de fonds qui avaient, bien entendu, anticipé le krach doit être exagéré puisque, s'il était exact, le krach se serait produit plus tôt...

154

---

## L'ÉQUATION DE LA CRISE

---

Rappelons brièvement, puisqu'ils sont désormais bien connus, les paramètres de la crise, qui sont d'ailleurs assez interdépendants. Le point intéressant est évidemment de chercher à comprendre pourquoi aucun de ces paramètres ne devait fatalement conduire à la crise. Car il est de fait que les marchés n'ont pas cessé d'être optimistes jusqu'à l'été 1987, et qu'un krach n'est pas autre chose qu'un changement brutal et général de l'avis des marchés.

— *Le paramètre économique* : il s'agit évidemment des déficits jumeaux américains. Pourquoi leur persistance n'a-t-elle pas inquiété les marchés plus tôt ? D'abord, sans doute, parce que la situation économique mondiale paraissait plus prospère qu'elle ne l'avait été depuis quinze ans : contre-choc pétrolier, désinflation, modération salariale malgré le plein emploi (Europe exceptée), progression rapide de la situation bénéficiaire des entreprises, croissance économique soutenue, développement des échanges internationaux, recul des prélèvements obligatoires, paix sociale...

Au fond, jusqu'au 19 octobre, tout le monde trouvait plus ou moins son compte au rôle de locomotive joué par les États-Unis, dont les partenaires ne critiquaient qu'assez mollement la politique fiscale.

À l'heure où ces lignes sont écrites, alors que les grands marchés se rapprochent (New York) ou dépassent (Tokyo) leur niveau d'avant le krach, et qu'aucun élément décisif nouveau n'a modifié le paysage économique, les marchés demeurent sereins. La crise était-elle donc évitable ? Ou bien est-elle aujourd'hui inévitable ?

— *Le paramètre monétaire* : c'est le comportement du dollar, naturellement très lié au double déficit américain. Le succès des accords du Plaza pouvait être suivi du succès des accords du Louvre. Les économistes s'accordaient à penser que les parités du dollar (1,80 à 1,90 mark et 140 à 150 yens) adoptées le 22 février 1987 étaient réalistes, et offraient même un avantage compétitif à la monnaie américaine. Il y avait un réel consensus au sein du G 7 sur la stabilisation du dollar à ce niveau : les États-Unis considéraient qu'une dépréciation supplémentaire aurait surtout des effets pervers sur la hausse des prix, sur les taux d'intérêt, sur les termes de l'échange ; les concurrents commerciaux des États-Unis, bien entendu, ne recherchaient pas la baisse du dollar ; le Japon, en particulier, était moins bien préparé à la hausse du yen qu'aujourd'hui (recentrage vers le marché intérieur, redéploiement de l'offre vers la zone dollar) ; les créanciers en dollars ne souhaitaient pas plus la dévaluation de leur créance.

Les éléments techniques du succès étaient également au rendez-vous : la forte baisse du dollar depuis les sommets de l'hiver 1985 devait produire ses effets sur la balance des paiements américains, après les délais traditionnels, surtout si la dépréciation était interrompue ; les États-Unis avaient adopté dès l'automne 1986 une politique monétaire restrictive, très brièvement relâchée au début de 1987 : or, il était clair que le déficit extérieur était plus un problème de demande globale que de besoin de financement des administrations, même si ce thème est plus médiatique. Là encore, il suffisait d'attendre les délais d'action habituels de la politique monétaire, de l'ordre de dix-huit mois.

### **Matière à consensus**

Pourquoi le consensus s'est-il transformé dès le printemps en « désaccord du Louvre » ? L'impatience des partenaires devant le déficit extérieur croissant des États-Unis, contraints de relever les taux à court terme, le soutien massif du dollar par les banques centrales, ses conséquences sur la création monétaire interne des créanciers, les réactions épidermiques de la RFA devant le spectre de « l'hyperinflation » (le taux de hausse des prix en glissement était passé de - 1 % à + 1 % !), induisant le relèvement des taux à court terme outre-Rhin et à une escalade générale du loyer de l'argent, tout cela a finalement conduit à la crise politique ouverte d'octobre et à la fameuse « petite phrase » de James Baker : « *Nous n'allons pas rester les bras croisés dans ce pays et regarder des pays à balance commerciale excédentaire remonter leurs taux d'intérêt en freinant la croissance mondiale, dans l'attente que les États-Unis suivent en remontant leurs propres taux d'intérêt* ».

Les « accords du Louvre bis » de décembre 1987, renforcés par les décisions de Washington du 14 avril 1988 semblent pourtant confirmer qu'il y a bien matière à consensus. Quels éléments nouveaux pourraient expliquer que le désaccord d'octobre devienne l'accord de décembre ? Apparemment aucun. Le dollar, certes, a descendu un nouvel étage (120 à 130 yens, 1,5 à 1,6 DM), mais pourquoi ces parités seraient-elles plus crédibles que celles retenues il y a un an ? Et pourquoi les nouvelles interventions des banques centrales ne conduiraient-elles pas finalement à des tensions identiques au sein du G 7 ? Parce que les deux expériences sont séparées par un krach financier ? Il est vrai que « le malheur n'approche jamais dans le vacarme... ».

Où bien, parce que la crise financière doit freiner, bon gré, mal gré, la demande américaine et ramener progressivement les équilibres et la stabilisation du dollar ? Mais le doute persiste sur l'effet Pigou du krach. Si un rééquilibrage se produit effectivement, on se demandera s'il ne se serait pas produit en tout cas : fin du cycle de croissance le plus long de l'après-guerre, effets d'une politique monétaire

## 2/LA CRISE: CAUSES ET CONSÉQUENCES

restrictive à la date prévisible (dix-huit mois après sa mise en place), courbe en J... Dans ce cas, on aurait pu, avec un peu de patience, faire l'économie d'un krach. Si, au contraire, le rééquilibrage ne se produit pas, un nouveau krach est à craindre.

— *Le paramètre financier*: c'est la remontée des taux d'intérêt à long terme, par paliers successifs, de l'automne 1986 à l'automne 1987, en raison des anticipations inflationnistes et de la défiance à l'égard du dollar. Le mécanisme est bien connu. Sur les cinq années de hausse des cours des actions (1982-1986), le rendement des titres à revenus variables s'est progressivement amenuisé, passant à Paris d'environ 8 % en 1982 à environ 2 % en 1986. Dans le même temps, le taux de rendement nominal des valeurs à revenus fixes a suivi une pente à peu près parallèle. La remontée des taux nominaux à partir de l'été 1986, et plus encore de l'été 1987 rendait l'arbitrage revenus variables-revenus fixes inévitable. Cependant, le comportement des marchés aura été assez imprévisible, et la certitude du krach d'octobre n'était pas inscrite dans les taux de rendements comparés des actions et des obligations.

*Primo*, si l'on raisonne en taux de rendement réel, les obligations avaient pris une solide avance sur les actions bien avant l'automne 1987: sur le marché de Paris, l'écart a commencé à se creuser dès l'automne 1986. *Secundo*, l'effet d'une hausse des taux longs sur les décisions des gestionnaires est difficile à prévoir: ainsi, nombre d'entre eux privilégient l'effet de valorisation et arbitrent en faveur des actions lorsqu'ils anticipent une progression des taux; c'est ce qui peut expliquer l'excellente tenue des actions de l'automne 1986 à l'été 1987, tandis que se produisait un krach obligataire dont l'ampleur est équivalente à celle du krach d'octobre sur les actions. *Tertio*, le phénomène de hausse des taux réels en phase de désinflation est classique: il est suivi ensuite d'un ajustement des taux réels, ce que nombre de gestionnaires anticipaient, expliquant le relatif « optimisme obligataire » des marchés après l'été 1986, et la très mauvaise visibilité des taux durant cette période.

Au total, la soudaine conviction des marchés à partir de l'été 1987 relève de l'impression plus que de la stricte rationalité financière qui est décrite *ex post*. Aujourd'hui les rendements comparés des actions et des obligations ont permis de reconstituer une prime de risque sur certains marchés (Paris, en particulier): mais tel n'est pas le cas le plus général (New York, Tokyo, Londres).

— *Le paramètre instrumental*: c'est l'incrimination désormais classique des outils, marchés à terme, options, *program trading*, rapidité et faible coût de passation des ordres, globalisation des marchés, exacerbation et médiatisation des performances à court terme des gestions collectives, etc. Dans ce débat, qui est loin d'être clos, il existe de multiples entrées, d'où la métaphysique n'est pas absente: le démon de la spéculation financière montre sa queue fourchue.

Il est objectivement vrai que les nouveaux instruments financiers facilitent la dynamique de la spéculation et améliorent l'efficacité des marchés: la hausse entraîne la hausse, la baisse entraîne la baisse, et les mouvements s'opèrent vite, sans freins. Mais peut-on vraiment interdire à la seule sphère financière la créativité, la productivité, l'efficacité? N'a-t-on pas eu tendance, sous le choc du 19 octobre, à confondre une fois de plus la température et le thermomètre? Est-il démontré que des marchés devenus mondiaux, dans le secteur financier comme dans les autres, communiquant en temps réel, parce que les moyens de communication dans toutes les disciplines sont désormais performants, organisant la circulation du risque au comptant et à terme, parce que la gestion des anticipations et l'échange d'anticipations contraires est la fonction même d'un marché, cesseraient de surréagir dès lors que des garde-fous auraient été installés?

Un exemple, certes anecdotique, mais concret: celui de l'utilisation de la

nouvelle réglementation, adoptée par le NYSE le 4 février 1988 pour atténuer la volatilité des marchés, permettant d'interdire l'utilisation des programmes de gestion automatique dès lors que le Dow Jones varie d'au moins 50 points au cours d'une séance. Cette faculté a été utilisée deux fois à ce jour : le 6 avril à la hausse (+ 64 points), le 14 avril à la baisse (- 101 points, la cinquième plus forte baisse quotidienne du DJ depuis sa création). L'efficacité de la mesure reste un objet de controverse : certains la considèrent comme perverse (non enregistrement des positions acheteur).

### **Le krach était-il fatal ?**

Sur ces sujets mal élucidés encore, l'acte de foi est fatal. Je crois que les instruments, même s'ils doivent être rodés, tiennent une faible place dans l'explication essentielle de la baisse boursière. Je crois qu'il est finalement sain que les marchés soient efficaces, et trouvent le plus vite possible leur point d'équilibre pour permettre un retournement rapide des anticipations. J'observe que le krach d'octobre n'a jamais frôlé le risque de système, et que la bonne fin des opérations n'aura fait défaut que dans un nombre extrêmement limité de cas. J'observe, enfin, que les autorités boursières sur les grandes places, après réflexion, n'ont finalement pas jugé utile de bouleverser les instruments mis en place ces dernières années. Sur ce thème encore la question se pose : le krach était-il fatal, et si oui ne l'est-il pas encore aujourd'hui ?

---

## **LA CRISE COMME SOLUTION**

---

157

Le Talmud rapporte l'histoire de ce rabbin qui parcourait le monde en interpellant les autres : « *J'ai des réponses, mais qui a les questions ?* ». On peut se demander finalement si la crise n'aura pas été une solution pour un problème qui ne se posait pas. Telle semble bien être aujourd'hui la conclusion implicite des marchés. Car il faut bien admettre que les marchés font preuve d'une belle santé, tandis que l'ensemble des paramètres auxquels on attribue le krach d'octobre n'ont guère varié.

— *Le paramètre économique* : tous les scénarios optimistes développés au lendemain du krach laissent aujourd'hui sceptique. Comme on pouvait le penser, l'effet patrimoine du krach sur la consommation intérieure américaine reste insignifiant. Parce que l'ajustement des dépenses aux variations du patrimoine financier demeure lâche : même le krach obligataire n'avait produit aucun effet mesurable, alors que la détention d'obligations est largement répartie sur la masse des consommateurs. Parce que la détention d'actions aux États-Unis est concentrée dans la main d'une faible minorité de ménages, dont la consommation est inamovible. Parce qu'il est vraisemblable, bien que difficile à préciser, que le krach boursier aura constitué pour nombre de ménages un manque à gagner plutôt qu'une perte. Le rythme de la consommation aux États-Unis commence à ralentir un peu, mais cet assagissement ne doit rien à l'effet patrimoine, qui n'aura duré que quelques semaines.

Le scénario de vases communicants, où le ralentissement économique des États-Unis serait compensé par l'accélération de la demande au Japon et en Europe (c'est-à-dire, en pratique, en Allemagne), relevait plus du discours politique (américain) ou de l'esthétique microcosmienne (française) que du réalisme économique. Le Japon avait déjà relancé son économie bien avant le krach : son recentrage sur la demande intérieure, accentuant le caractère autarcique de l'économie

## 2/LA CRISE: CAUSES ET CONSÉQUENCES

japonaise, laisse douter de l'effet d'entraînement de la demande nipponne sur l'activité mondiale. Quant à la « zone mark » (le SME), elle marque le triomphe du rigorisme allemand.

Le scénario de récession modérée des États-Unis, fondé sur le cycle des affaires et les effets différés d'une politique monétaire sage de la Fed (à l'exception, brève et bien contrôlée, d'octobre 1987), paraît plus crédible. Mais ce scénario est la version douce de la récession américaine, dont chacun s'accorde à penser qu'elle est inévitable, qu'elle sera d'autant plus sévère qu'elle se produira plus tard, et qu'elle ne sera pas facilement acceptée par le gouvernement américain à la veille des présidentielles. Surtout, même si le comportement des marchés relève désormais d'une psychologie sophistiquée, on ne voit pas bien comment les cours des actions pourraient conserver leur niveau actuel en phase de récession, fût-elle douce.

— *Le paramètre monétaire* : malgré une sous-évaluation du dollar, en termes de pouvoir d'achat, estimée à 10 ou 20%, les anticipations à la baisse ne se sont pas retournées suffisamment pour permettre une franche diminution des taux d'intérêt américain. En l'absence d'un tel retournement, toute politique trop accommodante de la Fed pour compenser la hausse spontanée des taux d'intérêt sur le dollar conduirait fatalement (comme en octobre) à une nouvelle baisse de la monnaie américaine, et finalement à une hausse des taux.

Les anticipations sur le dollar dépendent de l'évolution des comptes extérieurs. La saturation des capacités de production américaine et de la demande étrangère adressée aux États-Unis rend inefficace la surcompétitivité du dollar. Seule la récession peut réduire le déficit extérieur et restaurer la confiance dans la monnaie : on est ramené au problème précédent. Dans ce contexte, les accords du Louvre « bis » et les tentatives d'organiser plus fondamentalement le système monétaire international sont des leurres : aucun ordre monétaire n'a jamais été bâti sur un désordre économique. Le yo-yo du dollar et des taux d'intérêt n'a pas fini de solliciter l'émotivité des marchés financiers.

— *Le paramètre financier* : il est vain d'espérer une baisse des taux réels sans récession mondiale. Si l'on veut bien admettre ce postulat, il est clair que les obligations à taux fixes sont aujourd'hui un meilleur risque à moyen terme que les actions. La plupart des gestionnaires pensent aujourd'hui ainsi, et font autrement, puisque le cours des actions progresse et que les taux longs ne baissent pas.

— *Le paramètre instrumental* : il est impensable que les corrections nécessaires et raisonnables (je pense, par exemple, à l'accroissement de la viscosité sur les marchés à terme, beaucoup plus liquides que les marchés au comptant) soient apportées aux instruments financiers dans le contexte actuel. Le contexte est celui d'un marché convalescent. Les autorités boursières redoutent légitimement que la moindre expérimentation instrumentale, et même son évocation, ne provoquent des remous inopportuns. On ne fait pas d'expérimentation thérapeutique dans les salles de réanimation... Donc, le prochain coup de tabac boursier, s'il devait intervenir dans un avenir proche, se produirait dans un contexte instrumental inchangé.

### **Des grilles d'analyse inefficaces ?**

*En résumé*, la crise financière n'apporte pas de solution aux problèmes fondamentaux ; les problèmes sont bien là, à peu près identiques à ce qu'ils étaient à la veille du krach d'octobre ; et les marchés des actions demeurent sereins.

Il est permis de se demander si les grilles d'analyse auxquelles recourt traditionnellement la prévision boursière ne sont pas devenues totalement inefficaces. Toutes ces grilles tentent plus ou moins de relier le comportement des marchés financiers à l'économie dite réelle. Lorsque le système d'analyse et de prévision ne

fonctionne plus, on accuse la « bulle » ou la « sphère financière » de comportement erratique ou condamnable. Mais, au passage, on aura démontré involontairement que la sphère financière est un univers réel, disposant d'une certaine autonomie, et répondant à des lois qui lui sont propres. L'impression de comportement parfaitement aléatoire des marchés ne vient-elle pas de ce que nous ignorons délibérément les véritables lois du marché financier? Ne serait-il pas plus instructif d'analyser sérieusement le code de conduite des gestionnaires de portefeuille plutôt que de leur reprocher leur inconduite? Ne faudrait-il pas développer l'information détaillée sur les logiques propres à chaque type de gestion, à chaque marché, à chaque conjoncture plutôt que de plaquer de la mécanique interprétative sur du vivant?

L'exemple du Japon est symptomatique. De l'avis général, il y a un an, le Japon était le maillon le plus faible de la chaîne des grands marchés financiers. Il est aujourd'hui considéré comme son maillon le plus fort. Et chacun de fournir une explication relevant de la rationalité habituelle : la situation économique est florissante (elle l'était déjà!), les PER sont surévalués parce que les entreprises japonaises méritent un retraitement comptable (c'était déjà le cas!), le marché de Tokyo est dominé par les fonds de pension et les étrangers au comportement volatil y sont peu présents, etc. Sans doute fallait-il, et faut-il encore, pour comprendre et prévoir l'évolution de la bourse de Tokyo, examiner de près la très grande spécificité de ses mécanismes, qui en font une singularité à l'intérieur du monde singulier des bourses de valeur.

Où est donc passé mon talmudiste de tout à l'heure? J'avais pour lui une question sans réponse.