

LA CRISE FINANCIERE RECENTE ET LA CRISE FINANCIERE FUTURE

Patrick ARTUS

Directeur des Etudes Economiques de la Caisse des dépôts et consignations

Professeur à l'Ecole Polytechnique

Professeur Associé à l'Université Paris I – Panthéon Sorbonne

Introduction : ne pas croire que nous sommes confrontés à une simple crise du Système Monétaire International.

Il est vrai que la crise financière dans les pays émergents a des causes liées aux dérèglements du Système Monétaire International (SMI), causes que nous détaillerons plus loin : systèmes de change inadaptés, déréglementation trop rapide et désordonnée des mouvements de capitaux, inefficacité des politiques monétaires.

Nous suggérerons cependant dans cet article qu'il ne suffit pas d'améliorer le fonctionnement du SMI pour éviter le retour des crises dans le futur ; nous pensons que les déséquilibres déjà observés ont des causes plus profondes, liées aux anomalies de comportement des investisseurs et des banques, et, plus fondamentalement, aux évolutions du capitalisme dans les pays anglo-saxons. Ces anomalies risquent de provoquer de nouvelles crises financières, dont les effets pourraient être concentrés aux Etats-Unis.

Il nous semble donc que le SMI n'est pas seul en cause, qu'il ne suffira pas d'en réformer les mécanismes pour éviter les crises dans le futur, et que s'imposera une surveillance prudentielle renforcée des comportements financiers (endettement, gestion de l'épargne...) dans les grands pays.

- **La crise des deux dernières années : des responsabilités partagées entre prêteurs et emprunteurs.**

Avec le recul, on commence maintenant à avoir une vision assez claire de ce qui a conduit à la crise des émergents en 1997-98. Les causes sont en réalité multiples.

D'une part, dans de nombreux pays (Asie du sud-est, Corée, Brésil...) les systèmes de change ont été particulièrement inadaptés, avec un ancrage nominal des monnaies au dollar. L'objectif de cette fixité des parités nominales était la lutte contre l'inflation, mais les résultats ont été catastrophiques : surévaluation réelle, c'est-à-dire perte de compétitivité ; inadéquation du système de change aux nécessités du commerce extérieur, pour des pays qui commercent davantage avec le Japon et l'Europe qu'avec les Etats-Unis.

Cet aspect de la crise a été bien compris ; tous les programmes de réforme du SMI mentionnent aujourd'hui la nécessité d'éviter les déviations des parités réelles, et, en cas d'ancrage à un panier de monnaie, de choisir les poids des différentes devises dans le panier en fonction de la structure du commerce extérieur.

Par ailleurs, et c'est un facteur extrêmement important, de nombreux pays (Corée, Thaïlande, Japon...) ont massivement surinvesti durant les années 90, générant d'importantes surcapacités industrielles (30% de la capacité totale par exemple en Corée), construisant des immeubles de bureaux inoccupés... Le pire a été que ces surinvestissements, qui pèsent aujourd'hui sur l'activité et sur les prix mondiaux, ont conduit à une très forte hausse des dettes domestiques. Ceci explique le poids mis aujourd'hui sur le renforcement des contrôles prudentiels, des capacités d'analyses des banques, de la transparence sur la situation des emprunteurs dans les pays émergents.

Enfin, la politique monétaire et financière globale était incohérente. Il y avait fixité des changes, parfaite mobilité des capitaux financiers après les déréglementations, nombreux obstacles mis à l'entrée des capitaux d'entreprise (de l'investissement direct), et taux d'intérêt plus élevés que les taux d'intérêt américains en raison de la forte croissance et de l'excès d'inflation.

Il ne pouvait résulter de cette combinaison que des entrées massives de capitaux à court terme, attirés par l'excès de rendement certain (taux d'intérêt élevés avec changes fixes), sans financements à long terme puisque ceux-ci étaient découragés.

A ce stade, on pourrait donc croire que la responsabilité de la crise est toute entière du côté des pays émergents : système de change inadapté, prêts inconsidérés, politique monétaire incohérente. Il ne faut pas oublier la responsabilité des prêteurs.

Les pays d'Amérique Latine et les pays d'Asie présentent une différence fondamentale : les premiers manquent d'épargne et accumulent de la dette extérieure de manière chronique ; les seconds ont une épargne domestique très importante (entre 30 et 40% du PIB) et, sans les surinvestissements, ne devraient pas avoir besoin de s'endetter.

Cependant, les prêteurs ont été attirés par les rendements élevés dans ces seconds pays (taux d'intérêt élevés, Bourses en forte hausse), et l'afflux de capitaux a largement dépassé les besoins. Il a entraîné une forte expansion du crédit, dans ces pays, qui est une des raisons du surinvestissement ; la circulation financière qui a résulté de cet afflux de capitaux est extrêmement inefficace : accroissement

des réserves de change dans ces pays, et recyclage de ces réserves sur le marché des emprunts d'Etat aux Etats-Unis par l'intermédiaire des Banques centrales.

La recherche de rendements élevés par les banques et les investisseurs des pays occidentaux, et pas seulement les politiques de change ou les politiques monétaires dans les pays émergents, a été une des causes des crises financières récentes. Ceci nous pousse à remonter l'analyse vers le comportement des banques et des investisseurs.

- **Les raisons de la recherche de rendements élevés : évolution du capitalisme anglo-saxon et concurrence**

Depuis le milieu des années 80, on observe, particulièrement aux Etats-Unis, plusieurs évolutions remarquables des mécanismes du capitalisme.

Tout d'abord, la détention des actions est passée d'une détention industrielle (par les particuliers) à une détention professionnelle (par les fonds d'investissement et les fonds de pension) et concentrée ; les investisseurs industriels détiennent aujourd'hui 50% de la capitalisation de New-York contre 30% en 1985, et ce mouvement s'accélère : en 1998, les ménages américains ont vendu 500 Mds de \$ d'actions, dont la moitié a été réinvestie en fonds de pension. Cette modification dans la structure de détention des actions a accru très nettement le pouvoir des actionnaires.

Vis-à-vis des salariés tout d'abord : un pouvoir de négociation important pour les actionnaires vis-à-vis des salariés implique la modération salariale ; la stabilité des profits dans les cycles économiques, évolutions probablement utiles aux Etats-Unis vis-à-vis des dirigeants aussi. Ceux-ci doivent fournir aux actionnaires le rendement du capital que ces derniers exigent, y compris en changeant la gestion financière des entreprises dans un sens qui ne leur convient pas. Nous reviendrons plus loin sur les conséquences de cette situation.

Par ailleurs, la concentration de la détention des actions a entraîné la mise en concurrence des gérants professionnels pour la collecte de l'épargne des particuliers. Ceci a changé complètement les objectifs de la gestion de l'épargne.

Les particuliers souhaitent obtenir une retraite, et ont une forte aversion pour le risque portant sur leurs revenus futurs ; les gérants professionnels souhaitent augmenter leur part de marché. Ceci les conduit à promettre des rendements élevés aux épargnants individuels, à surenchérir sur les propositions de leurs concurrents. Il est tout à fait certain que de ce fait, la structure des actifs financiers s'est déformée au profit d'actifs plus risqués qui permettent, en moyenne, d'obtenir des rendements plus élevés.

Ces deux évolutions du capitalisme anglo-saxon ont plusieurs conséquences communes : la nécessité d'obtenir une rentabilité élevée pour le capital ; la recherche d'actifs ou de structures financières, éventuellement très risqués, fournissant ces rendements.

C'est ici que la crise du passé (celle des pays émergents) et la crise future (celle de la dette et des structures financières) se rejoignent. L'abondance des capitaux investis dans les pays émergents, analysée plus haut, est une conséquence de l'exigence de rendement des investisseurs, et des banques, ces dernières sous la pression de leurs actionnaires exigeant une rentabilité plus forte des fonds propres.

Il ne s'agit pas de nier la responsabilité des politiques menées dans les pays émergents dans l'apparition des crises, mais de comprendre que sous l'afflux de capitaux à la recherche de rendements élevés, ces crises auraient été beaucoup moins grave.

Si les pays émergents ne sont plus un support d'investissement ou de prêts acceptables (ce qui n'est pas réellement le cas comme en témoignent la remontée des cours boursiers dans la plupart des pays émergents, Corée, Brésil, due au retour des capitaux de non-résidents), les investisseurs doivent rechercher, à l'intérieur des pays occidentaux, les moyens de dégager les rentabilités qu'ils désirent. C'est de là que risque de partir la crise future, particulièrement aux Etats-Unis.

- **Rentabilité élevée du capital aux Etats-Unis : un historique des moyens utilisés pour l'obtenir.**

Après la récession de 1990-92, on a observé aux Etats-Unis une progression extrêmement rapide de la profitabilité des entreprises. La productivité a accéléré, avec les nouvelles technologies, la croissance forte, et les hausses de salaires ont été très modestes, avec le niveau initialement élevé du chômage (8%) et le pouvoir de négociation accru des actionnaires.

Il en a résulté des restructurations, des fusions, et aussi pour des raisons macro-économiques (salaires réels progressant moins vite que la productivité du travail), une hausse de la part des profits dans le revenu national. Cette évolution a aussi eu comme conséquence d'éviter le retour de l'inflation même dans une période où les taux d'utilisation des capacités étaient extrêmement élevés. Pendant cette période (1992-1996), la baisse de la rentabilité financière du capital a donc été obtenue d'une manière "naturelle" par la hausse de l'efficacité et de la rentabilité économique des entreprises.

Cette évolution n'est cependant pas totalement innocente ; d'une part, des rendements très élevés pouvant être obtenus, dans ces conditions, aux Etats-Unis, les mêmes rendements ont été recherchés pour les autres placements, ce qui explique les prêts aux pays émergents décrits plus haut ; d'autre part, les investisseurs pensent aujourd'hui que la très forte progression des profits obtenue au début des années 90 pourrait se poursuivre dans le futur ce qui explique la surévaluation de Wall-Street (mais il s'agit là d'un autre débat).

Quoi qu'il en soit, jusqu'en 1996, pour des raisons assez accidentelles (le potentiel de restructurations après la récession et le chômage élevé), les besoins de rentabilité des actionnaires ont pu être satisfaits grâce à la déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des profits. Ce n'est plus le cas à partir de 1997.

La baisse du taux de chômage en dessous de 5% implique, quel que soit le pouvoir de négociation des actionnaires, une accélération des hausses de salaires. A partir de 1997, elles sont plus rapides que celles de la productivité, et la profitabilité se dégrade ; au début de 1999, les profits des sociétés commencent même à reculer. Il en résulte la nécessité de trouver un nouveau moyen pour accroître la rentabilité financière du capital, si la rentabilité économique des entreprises ne progresse plus.

- **Synthèse : la fin du processus : les déséquilibres financiers aux Etats-Unis et le risque d'une nouvelle crise financière**

Si les investisseurs, à la recherche de rendements élevés, ne pensent plus compter sur la progression de la rentabilité économique, puisque le pouvoir des actionnaires, avec le chômage faible, s'est réduit

vis-à-vis des salaires, ils peuvent toujours utiliser le pouvoir, qui subsiste, des actionnaires vis-à-vis des dirigeants.

La rentabilité des fonds propres est en effet égale à la rentabilité économique multipliée par le levier (rapport de la dette aux fonds propres) ; si la rentabilité économique n'augmente plus, l'incitation à accroître le levier pour que le rendement des fonds propres continue à progresser est forte. C'est ce qui s'est passé aux Etats-Unis : depuis la fin de 1996, les entreprises américaines rachètent massivement leurs actions, demandent du crédit (le crédit aux sociétés a accru de 13% en un an), émettent des obligations (500 Mds de \$ en 1998). On peut donc craindre que les exigences des actionnaires aient conduit à une grande fragilisation des entreprises américaines, qui leur imposerait un ajustement brutal (baisse de l'investissement et de la dette) en cas de ralentissement économique ou de remontée des taux d'intérêt.

Mais les dangers ne s'arrêtent pas aux comptes des entreprises. Les rachats d'actions favorisés (avec la surestimation des profits futurs, évoquée plus haut) la hausse des cours boursiers, qui a elle-même permis une hausse forte de l'endettement immobilier des ménages américains (la dette des ménages représente 105% de leur revenu disponible). L'enrichissement a poussé à la baisse le taux d'épargne des agents privés qui n'a plus suffi à couvrir les besoins de financement des entreprises, d'où l'ouverture du déficit de la balance commerciale courante (plus de 300 Mds de \$ en 1999), malgré l'apparition de déficits budgétaires.

On voit alors le risque d'enchaînements dangereux et de crise : si un ralentissement économique débute (et de nombreuses causes de ralentissement existent : un choc extérieur, une trop forte appréciation du dollar, une saturation des besoins d'investissement, une correction boursière...), ou si les taux d'intérêt, aux Etats-Unis ou au Japon (puisque de nombreux financements en yens ont été utilisés) remontent, les entreprises devront réduire leur levier ; elles investiront moins, arrêteront de racheter leurs actions, ce qui fera chuter les cours boursiers, dégradera la solvabilité des ménages, les poussera à consommer moins. Il ne s'agirait cependant alors que d'une correction sur l'activité réelle aux Etats-Unis, due à la nécessité de re-solvabiliser les emprunteurs.

Le pire risque serait celui d'une difficulté de financement extérieur des Etats-Unis ; si les prêteurs non-résidents deviennent méfiants quant à la solvabilité des emprunteurs américains, ils exigeront des taux d'intérêt plus élevés (ce mouvement est d'ailleurs commencé), réduiront leurs placements sur les marchés américains, ce qui fera chuter le dollar.

Il est important de voir les liens entre ce risque de crise et ce qui vient de se passer dans les marchés émergents ; l'exigence de rentabilité élevée, due aux évolutions du capitalisme américain, a conduit à des excès d'investissement dans les pays émergents, ce qui a favorisé l'apparition de la crise ; elle a, une fois que la profitabilité des entreprises américaines a cessé de progresser et que les placements dans les émergents sont devenus moins attrayants, poussé à modifier la structure de financement des entreprises, d'où les déséquilibres évoqués ci-dessus : excès d'endettement, risque d'insolvabilité, destruction d'actions et hausse artificielle des cours boursiers, chute de l'épargne et de ce fait endettement extérieur.

Résumé : La crise financière de 1997-98 a été une crise du financement externe liée au surinvestissement, dans les pays émergents, avec des effets induits sur la situation des banques et des investisseurs dans les pays occidentaux. Nous faisons le lien entre cette crise et la crise future qu'on peut craindre, et qui serait la crise du surendettement des Etats-Unis, aussi bien interne qu'externe. Nous recherchons les mécanismes communs entre ces deux types de crises.

Abstract: The recent and the future financial crisis

The financial crisis of 1997-98 has been a crisis of the external financing of emerging countries, linked to the over-investment on those countries, with induced effects on the situation of banks and of investors in Western countries. We relate this crisis to a future possible crisis, which would be a crisis of excessive debt, internal and external as well, in the United States. We look for common mechanisms at work in these two different types of crisis.