

L'inflation par les actifs non-renouvelables

Bernard Godement *
Nicolas Pless

Amorcée aux Etats-Unis après la récession de 1982, relayés eux mêmes par le Japon à partir de 1987, la hausse sans précédent du prix des actifs non renouvelables n'a pas encore été vraiment prise en compte dans les analyses du cycle économique, alors qu'elle a eu des répercussions importantes, sur les revenus des ménages à travers les effets de patrimoine, sur la gestion des sociétés à travers l'accélération des stratégies de croissance externe. Malgré les difficultés d'ordre méthodologique et statistique que pose l'étude de cette forme d'inflation, les auteurs de cet article proposent des axes de réflexion sur les caractéristiques propres à ces marchés ; puis ils s'interrogent sur le rôle joué par la déréglementation et les innovations financières, les régimes fiscaux et les taux d'intérêt, dans la récente vague spéculative, pour voir comment l'inflation des actifs non-renouvelables a pu dans un premier temps limiter l'ampleur de la récession, mais contribue maintenant à bloquer le processus de reprise économique.

Explosion des prix des terrains dans les grandes villes, emballement des marchés de l'art ¹, hausse vertigineuse des cours des actions (graphiques 1 et 2), l'inflation mondiale et générale des prix des actifs non-renouvelables entre 1981

* Bernard Godement est Head of French Economic Research au Nomura Research Institute, Paris ; les opinions exprimées dans cet article ne reflètent pas nécessairement celles de l'institut et n'engagent que la responsabilité de l'auteur. Nicolas Pless est ancien Conseiller auprès de l'OCDE, du GATT, de l'ONU, ainsi que co-auteur avec J.-F. Couvrat de « La face cachée de l'économie mondiale ».

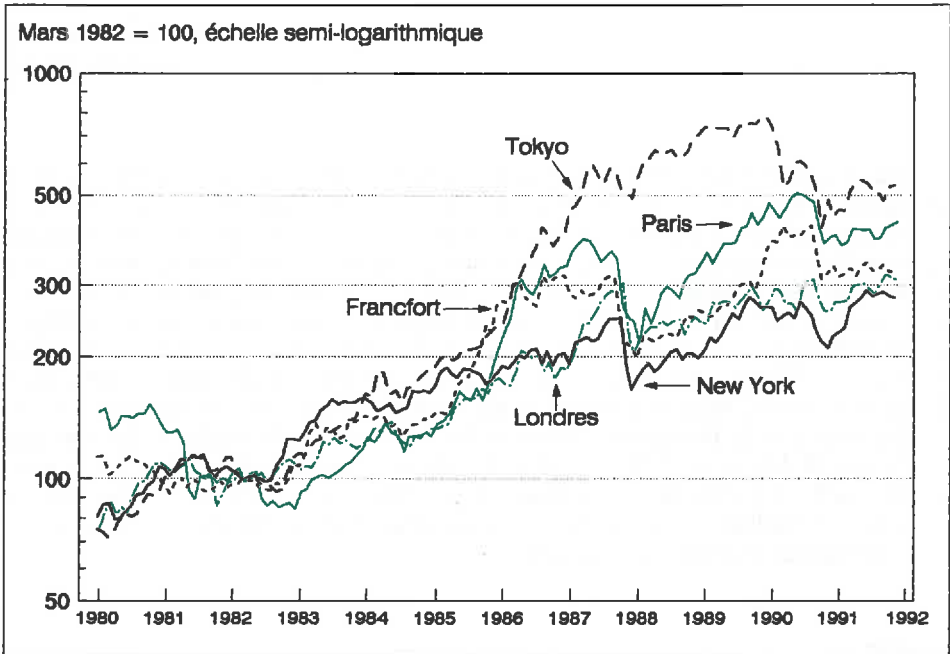
1. « L'art, l'argent, le diable », *Dynasteurs*, novembre 1989, pp 52-63.

et 1989 n'a guère de précédent ², à l'exception partielle de la fin des années 1920. Ce phénomène a préoccupé l'homme de la rue autant que les spécialistes financiers et les responsables de la politique économique, sans trop attirer l'attention des milieux académiques ³.

GRAPHIQUE 1

Indices des cours des actions des pays du G5

indices en DTS

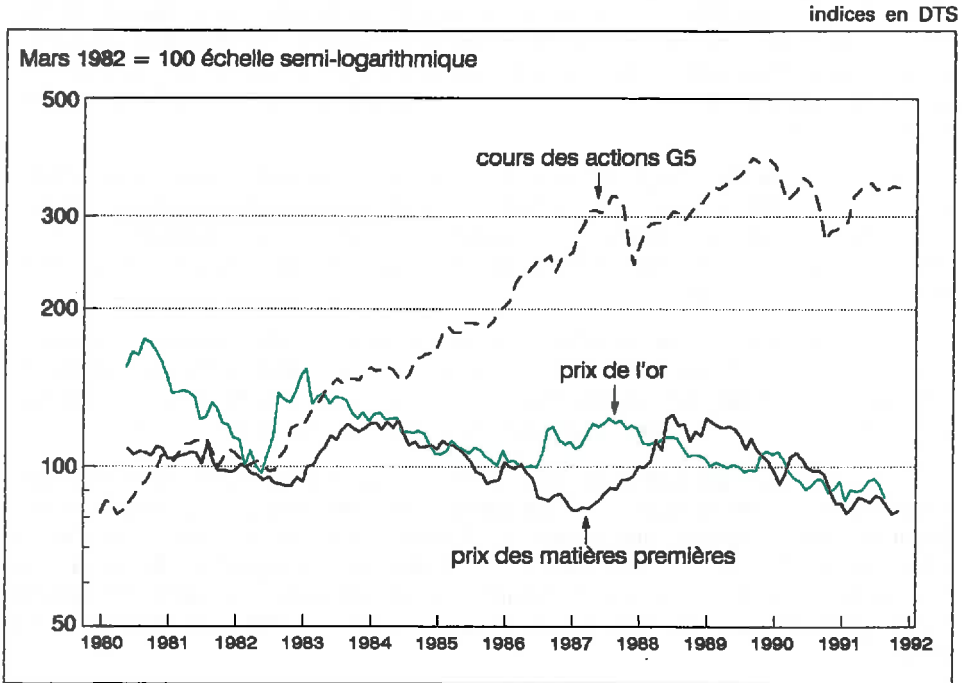


Source : Auteurs

2. L'histoire économique abonde de « bulles » créées par des mécanismes que l'on trouve derrière l'inflation des prix des actifs. Ces bulles étaient d'habitude concentrées sur un seul point : société, banque, produit, marché ou lieu géographique. Même si l'effondrement de certaines bulles pouvait avoir des répercussions internationales, quelquefois pendant plusieurs années, il n'y avait pas de synchronisme au départ, sauf en 1929. Kindleberger, C.P. : *Manias, Panics and Crashes : a History of Financial Crisis*, New York, 1978, Basic Books Inc.

3. Voir toutefois Aglietta M., Brender A. et Coudert V. : *Globalisation financière : l'aventure obligée*, Paris, 1990, Economica. Cet ouvrage présente un modèle économétrique original, qui incorpore une variable similaire aux « actifs non-renouvelables ». Toutefois, la spécification de cette variable et les conclusions de l'ouvrage à cet égard sont différentes de la présentation plus intuitive donnée ici.

GRAPHIQUE 2

Indice du cours des actions du G5, des matières premières et de l'or

Source : Auteurs

Le propos de cet article est de montrer que loin d'être un avatar anecdotique, ce phénomène a d'importantes ramifications macro-économiques et que certains aspects mériteraient des analyses quantitatives plus poussées.

Qu'est-ce que l'inflation des actifs ?

L'élément essentiel de l'inflation par les actifs non-renouvelables est la recherche de plus-values, en termes réels, qui se greffent sur une tendance haussière séculaire engendrée par la prospérité.

L'inflation par excès de demande et celle entretenue par les coûts affectent le niveau des prix des biens et des services du PIB, avec des répercussions sur les prix des actifs non-renouvelables. Toutefois, ces derniers peuvent aussi connaître un processus inflationniste distinct, conséquence d'une demande auto-entretenu par les perspectives de plus-values massives réalisables avec l'effet de levier des achats à crédit.

Le nombre de Van Gogh ou de mètres carrés constructibles dans le centre de Tokyo étant limité, leur prix relatif ne peut qu'augmenter à long terme. L'hypothèse d'une telle tendance séculaire est d'autant plus plausible qu'elle a bien été observée à maints endroits au cours des périodes de prospérité, sans pour autant se généraliser⁴.

D'un autre côté, il est hasardeux de se fier à une telle tendance, surtout à court et à moyen terme (encadré), car la nature circulaire de la spéculation et l'absence des rigidités à la baisse rendent l'inflation des prix de ces actifs sujette à des phénomènes de bulles, condamnées à imploser de temps à autre.

N'importe quel actif peut devenir spéculatif sous l'effet de la mode ou d'une conjonction de circonstances, s'il est censé avoir une offre peu élastique et une demande qui progresse rapidement en fonction des revenus réels. Les actifs « non-renouvelables », qu'ils soient physiques ou intangibles, ne sont pas susceptibles d'être reproduits ou remplacés, ce qui rend leur offre totalement rigide pendant une période assez longue, avec souvent une élasticité/prix négative.

La première catégorie des actifs physiques « non-renouvelables » comprend les œuvres d'art et les autres pièces de collection, qui vont du mobilier ancien aux timbres-poste et monnaies rares. Chaque objet est sinon « unique », du moins réputé rare, avec très peu de substituts proches, aux yeux du collectionneur. Toutefois, l'univers de ces actifs est loin d'être immuable ou fermé. La mode peut transformer n'importe quel article fabriqué, ancien ou n'existant qu'en nombre limité, en pièce de collection (les automobiles de rêve). Elle peut

4. Dans Aglietta op. cit. les actifs non-renouvelables (appelés « actifs spéculatifs » par les auteurs) sont considérés comme le moyen de transmission privilégié de la richesse d'une génération à la suivante. C'est la raison pour laquelle des fonds de pension et des compagnies d'assurance-vie, mais aussi des familles fortunées, investissent chaque année des sommes importantes dans l'achat de tels actifs qu'ils garderont dans leur portefeuille pendant des périodes très longues. Cette pratique soutient la tendance séculaire à la hausse des prix de ces actifs par rapport aux prix des biens et des services de production courante. Le problème nous semble être que la spéculation peut produire des déviations très fortes par rapport à cette tendance. Par ailleurs, nous ignorons la pente de ce trend, qui reste probablement indéterminée.

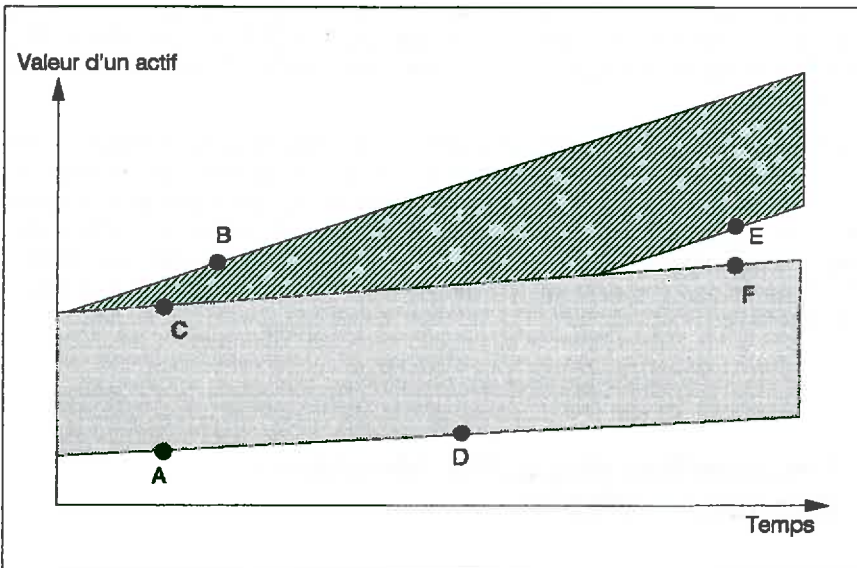
Incertitude, spéculation et investissement

Incertitude : la pente et la largeur de la bande de fluctuation du prix d'un actif sont inconnues au départ. Elles dépendent du comportement à venir des investisseurs et des spéculateurs.

Spéculation : le spéculateur croit acheter au point A et se propose de revendre au point B. Il se peut malheureusement qu'il achète en réalité au point C et que la prochaine destination soit le point D. A ce moment, il pourrait bien devenir investisseur à long terme.

Investissement : l'investisseur institutionnel achète au point A dans l'espoir d'atteindre le point E. S'il a acheté en fait au point C et que la valeur baisse jusqu'à D, il attendra probablement jusqu'à F. Mais s'il a bien acheté en A et que le point B est atteint, il pourrait bien devenir spéculateur et ne pas atteindre le point E.

Conclusion : la distinction est au mieux douteuse.



aussi se déplacer soudainement, délaissant certains articles, tels que les tapis anciens dans la deuxième moitié des années 1980.

La deuxième catégorie des actifs physiques correspond à une partie du patrimoine immobilier. Ici les objets « uniques » sont l'exception : des vignobles aux appellations prestigieuses ou un emplacement dans le « Triangle d'or » parisien. En revanche, il y a un cloisonnement géographique poussé, combiné avec une rigidité de l'offre, qui peut toutefois s'atténuer avec la construction de villes nouvelles ou la rénovation de quartiers. A l'inverse, l'immobilier de

prestige de certains quartiers peut se déprécier du fait de problèmes sociaux, de la pollution ou simplement de la transformation du tissu urbain. Persistants, les troubles politiques, économiques et sociaux peuvent miner la valorisation foncière de cités ou de pays entiers.

Les matières premières non-périssables, en particulier les métaux et minerais (pétrole inclus) ont pendant longtemps attiré l'attention des investisseurs spéculatifs, du fait de la faible élasticité de leur offre. En raison des difficultés du stockage, l'achat physique des matières premières industrielles était l'apanage des professionnels alors que les autres spéculateurs se contentaient du marché à terme. Par contre, les métaux rares, les pierres précieuses et les devises convertibles étaient achetés au même titre que les actifs non-renouvelables. Ces « valeurs refuges » offraient une alternative commode pour se protéger contre la dépréciation de la monnaie nationale.

L'expansion économique de 1982 à 1990 s'est déroulée sur fond de désinflation, en partie liée à la forte baisse des prix des produits de base (y compris le pétrole) et des métaux précieux (graphique 2). L'inflation généralisée du prix des actifs non-renouvelables ne faisait donc pas partie d'une « fuite devant la monnaie ».

L'attrait exercé par les actifs physiques non-renouvelables remonte à la nuit des temps. Seigneurs, prélats et marchands ont accumulé des œuvres d'art, bijoux, antiquités, etc., par la force de persuasion, ainsi que par le mécénat tourné vers la création et la production. Il y avait aussi des achats et des échanges, mais pas de véritables marchés. Après une transition qui commence dès l'avènement du capitalisme, le changement s'est accéléré au cours des vingt dernières années.

Les marchés des actifs physiques non-renouvelables

Tout d'abord, les marchés se sont organisés. Certes, il ne pouvait s'agir de produits standardisés ou de contrats-types utilisés sur les marchés modernes. Faute de mieux, on procède par extrapolation et par références croisées pour mettre à jour une sorte de « cote », validée ou non par la transaction effective, en particulier des ventes publiques entourées de publicité. Cette cote sert aussi de base pour les crédits accordés aux acheteurs. Ces marchés organisés permettent également une rotation rapide des stocks des intermédiaires. Les marchands d'art des temps héroïques avaient l'habitude de conserver pendant des dizaines d'années des œuvres cédées pour une bouchée de pain par des artistes faméliques. De nos jours les galeries achètent rarement des œuvres relativement récentes, sauf en vue d'une revente rapide.

Puis, les marchés des actifs se sont de plus en plus internationalisés, ce qui a permis aux mouvements de prix de se propager rapidement d'un pays à l'autre. Les ventes aux enchères en vidéo multiplex ne sont qu'une concrétisation de ce fait.

Enfin, les grandes sociétés industrielles et commerciales ainsi que les institutions financières sont devenues des intervenants importants sur tous les marchés d'actifs. Ainsi, les opérations immobilières d'envergure ne sont plus l'apanage des seules assurances et fonds de pension. De leur côté, les grandes entreprises de bâtiment et travaux publics ainsi que certaines agences et promoteurs immobiliers sont devenus des groupes internationaux aux activités diversifiées. Par ailleurs, de nombreuses sociétés acquièrent des œuvres d'art dans le cadre de leurs investissements à long terme, alors que certains commissaires-priseurs sont devenus des sociétés qui peuvent elles-mêmes faire l'objet d'OPA (Sotheby's et Christie's sont cotées en bourse). Une des conséquences de cette évolution est que la valeur de bien des groupes industriels et commerciaux est étroitement liée à l'évolution des prix de leurs actifs physiques non-renouvelables.

Les actifs intangibles

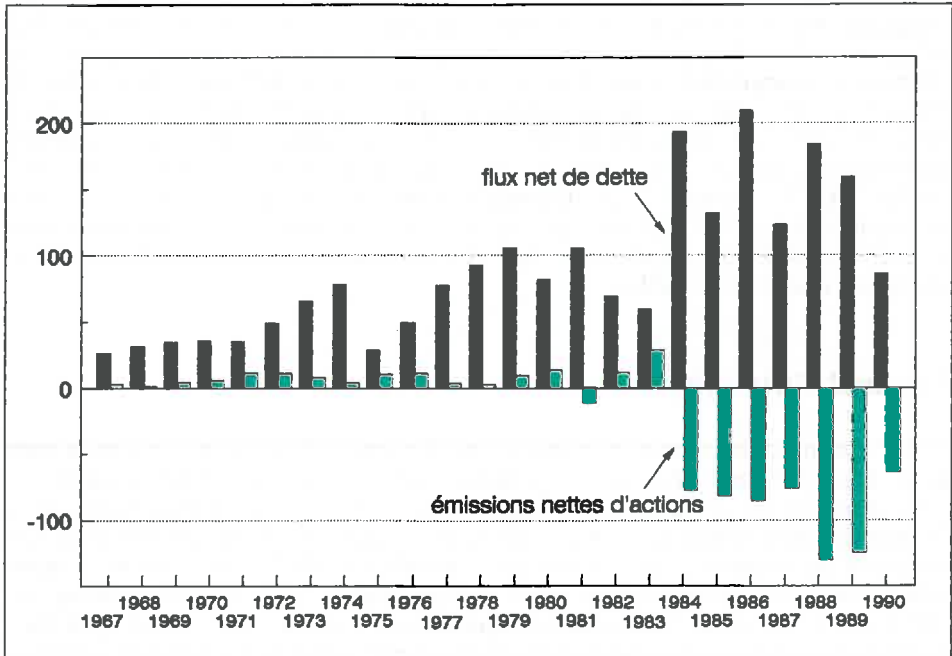
La catégorie des actifs non-renouvelables intangibles a des contours très flous. Il s'agit surtout d'actions de sociétés, qui établissent un droit de propriété ou de contrôle sur des actifs non-renouvelables. Chaque société détient des parts de marché, ne serait-ce qu'en raison de sa localisation ou de sa spécialisation. Or les parts de n'importe quel « marché » totalisent 100 %, ne laissant comme possibilité d'expansion à très court terme que le rachat d'une entreprise existante. L'attrait de la croissance externe est d'autant plus grand qu'il faut souvent des années à une firme déjà établie pour augmenter sa part de marché. Ainsi, dans un secteur aux coûts d'entrée élevés et à concurrence oligopolistique, les parts de marché et donc les actions permettant le contrôle des sociétés qui les détiennent, peuvent devenir des actifs non-renouvelables.

Naturellement, les parts de marché ne sont pas toujours figées. Dans les secteurs concurrentiels à entrée relativement facile, il se crée chaque année des milliers d'entreprises. De plus, comme le nombre des actions en circulation peut varier au gré des augmentations de capital ou des rachats effectués par la société, la position des détenteurs des actions est loin d'être stable. Il n'en demeure pas moins que la stratégie des grands groupes est de plus en plus dominée par les fusions-acquisitions financées par l'endettement, notamment au cours des années 1980. Qui plus est, les rachats de leurs propres actions par les sociétés, désireuses de se protéger contre le risque d'OPA et de maximiser leurs profits à court terme, ont encore accentué la tendance à l'endettement, particulièrement aux Etats-Unis (graphique 3).

GRAPHIQUE 3

Flux net d'endettement et émissions d'actions des sociétés non financières aux Etats-Unis

en milliards de dollars



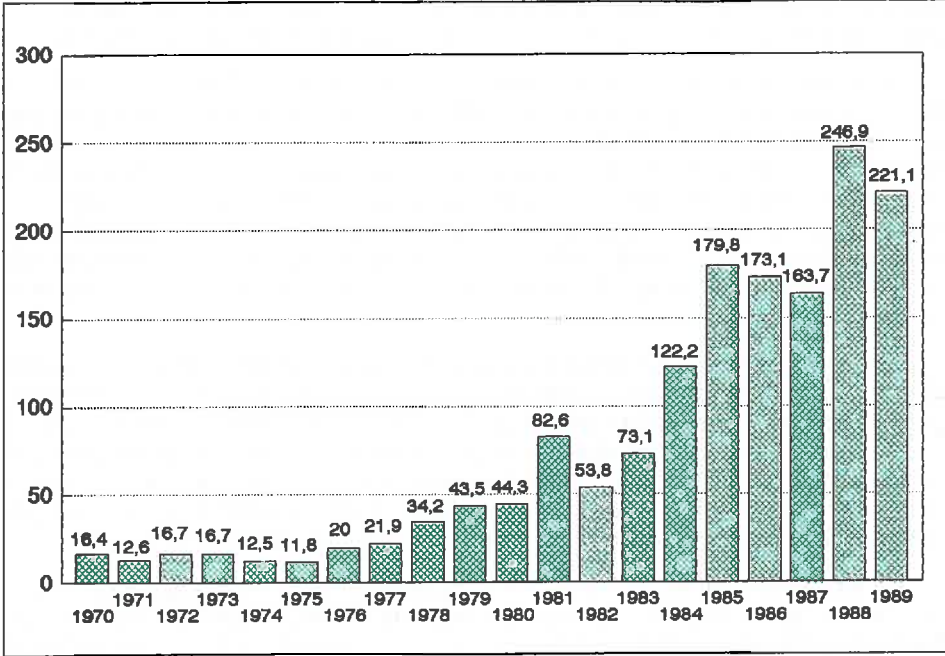
Source : Federal Reserve Bulletin, différents numéros.

Les prises de contrôle se sont concentrées historiquement sur le creux du cycle, lorsque des firmes ont utilisé leurs liquidités pour racheter à bas prix les victimes de la récession (ou de leur imprudence). On retrouve d'ailleurs ce schéma depuis 1990 : les OPA véritablement hostiles sont redevenues rares et les cessions se font souvent à l'initiative de groupes surendettés à des prix qui auraient paru dérisoires il y a peu. L'originalité des années 1980 a été l'intensification de ces prises de contrôle en période d'expansion, à des prix généralement élevés, aggravant le recours à l'endettement (graphique 4). Ce sont souvent les petits poissons qui ont mangé les gros...

GRAPHIQUE 4

Fusions et acquisitions aux Etats-Unis ¹

en milliards de dollars



1. Inclut seulement les transactions dont le prix a été rendu public. On pense que le montant des transactions confidentielles pourrait être de 50 milliards de dollars en 1988.

Source : Mergerstat Review.

L'acquisition des parts de marché par la prise de contrôle d'une société n'est pas une abstraction. Bien des sociétés convoitées possédaient un parc immobilier de valeur. De plus, leur activité reposait souvent sur des actifs intangibles tels que les droits d'atterrissage pour les compagnies aériennes, les brevets et licences de production, les marques déposées, les réseaux de concessionnaires, les listes de clients, l'image auprès des consommateurs, etc...

Marchés résiduels et spéculation

Seule une petite partie du « stock » des actifs non-renouvelables est vendue chaque année. Le marché de l'art est exemplaire à cet égard : la majeure partie des œuvres non-contemporaines appartient à des musées, des institutions publiques ou de véritables collectionneurs, rarement tentés par la vente. Le chiffre d'affaires des principales maisons de vente aux enchères culminait à 22 milliards de dollars en 1989⁵. Chiffre dérisoire comparé à la valeur estimée des collections du Louvre, de la National Gallery ou de la Galerie des Offices.

De même, seule une fraction du parc immobilier fait l'objet de transactions chaque année, bien que la même propriété puisse être revendue rapidement par des spéculateurs. Si le volume des transactions quotidiennes paraît élevé par rapport à la valeur totale des actions cotées en bourse, c'est en raison de la rotation très rapide des titres effectivement traités. Ces titres, le « flottant », ne représentent qu'environ 10 à 15 % des actions émises. Le reste est solidement tenu par les actionnaires de référence et les investisseurs institutionnels. Les transactions sur ces blocs de titres sont assez rares et se font souvent hors bourse.

Ainsi les actifs non-renouvelables sont échangés sur des marchés résiduels. De ce fait, la plus grande partie des plus-values sont purement comptables, portées au crédit des investisseurs stables. Or c'est précisément leur réticence à vendre qui constitue, dans des conditions normales, le soutien permanent des prix. Le marché de l'or, marché résiduel par excellence, rappelle toutefois que la thésaurisation n'est pas une loi de la nature et qu'un déstockage inopiné par quelques détenteurs peut menacer l'équilibre des marchés résiduels.

La spéculation sur les marchés des actifs non-renouvelables tangibles présente des particularités que l'on ne retrouve pas sur d'autres marchés organisés qui font appel à la spéculation, notamment ceux des produits de base, des devises et des produits financiers. Ceux-ci sont normalement liquides (on y trouve toujours des acheteurs) et continus (des cotations régulières permettent d'entrer et de sortir n'importe quand, ou du moins de trouver une couverture). Sur ces marchés, il est possible de traiter à terme, soit sous la forme traditionnelle, soit grâce à des options ou des ventes à découvert, et il peut y avoir des arbitrages entre le comptant et des échéances éloignées. Ces dispositions permettent une spéculation symétrique, à la hausse ou à la baisse. L'effet de levier s'exerce par le fait qu'une faible proportion de la valeur de chaque contrat à terme doit être payée comptant (les options sont encore moins « chères ») et qu'au moment du dénouement ce sont en général les différences qui se règlent entre perdants et gagnants (ou les premiers perdent leur mise).

Les marchés des actifs non-renouvelables sont illiquides, intermittants et discontinus. Il n'existe pas de véritables transactions à terme, même s'il peut y

5. *Dynasteurs* op. cit.

avoir des délais entre la conclusion d'une vente et son règlement. De ce fait, la spéculation à découvert ne peut s'exercer qu'à la hausse. Certes, on peut toujours anticiper une baisse, en hâtant les ventes et retardant les achats, mais il n'y a pas de véritable effet de levier puisqu'on ne peut vendre une œuvre d'art ou un terrain sans en être le propriétaire. En revanche, l'effet de levier existe à la hausse à condition que l'acheteur contracte un crédit.

Le marché des actions se situe à cheval entre ces deux types. Une action est un titre de propriété standardisé et les grandes valeurs de la cote disposent d'un marché liquide et continu avec des transactions à terme. Il y a toutefois d'importants effets de seuil (majorité de contrôle, minorité de blocage, etc...) qui font qu'une action peut valoir plus qu'une autre. En cas d'opérations spéciales (OPA et autres transactions touchant au contrôle d'une société), le marché du titre disputé n'est plus continu et les achats à terme cessent ou sont vidés de sens pendant une courte période. La spéculation devient asymétrique avec la disparition des vendeurs à découvert face à la ruée des acheteurs initiés (ou croyant l'être) et les plus-values prennent des proportions ahurissantes sur un volume de plus en plus faible.

Le contraste entre spéculation symétrique et asymétrique implique une différence de comportement. Dans le premier cas, les gains des uns sont les pertes des autres, sauf en cas de dérèglement total du marché. Ainsi, des professionnels avisés peuvent faire des profits confortables en jouant à la baisse, même dans un environnement fondamentalement haussier. Il suffit d'anticiper un moment d'inflexion dû à des prises de bénéfices ou à des facteurs exogènes. Dans la spéculation asymétrique, tous les joueurs misent sur une hausse tendancielle et les professionnels font leurs profits en raflant les bonnes occasions et en les revendant pour acheter autre chose ou pour se prémunir contre un retournement de tendance.

On peut naturellement perdre de l'argent très vite en prenant une position ouverte sur un marché à spéculation symétrique, mais du moins légalement, le spéculateur professionnel est censé avoir une couverture. Les pertes éventuelles de la spéculation asymétrique mettent plus de temps à apparaître, mais elles peuvent entraîner de lourdes pertes pour les bailleurs de fonds imprudents du spéculateur, dont le gage s'est dévalorisé.

La déréglementation et les innovations financières

Le facteur nouveau derrière la vague spéculative des années 1980 est la transformation du cadre institutionnel par la déréglementation et les innovations financières.

La libéralisation du crédit hypothécaire a permis de lever en deuxième hypothèque (« home-equity loans ») la valeur actualisée d'une propriété. Ainsi, les plus-values comptables accumulées au fil des ans ont été converties en nouveaux crédits, pouvant servir d'apport d'argent frais pour de nouveaux achats, assortis de nouveaux crédits. Ce processus a contribué à saper les bilans des compagnies d'assurance et d'autres institutions financières.

Les obligations de pacotille, les obligations à bons de souscription d'actions et d'autres convertibles ont facilité l'endettement des sociétés auprès des ménages, largement par l'intermédiaire des fonds communs de placement. Ces actifs douteux figurent également en bonne place dans les bilans des compagnies d'assurance et d'autres institutions financières.

La faillite des mutuelles d'épargne aux Etats-Unis (Savings and Loans Associations) illustre le rôle de la réglementation dans un cadre de garantie des épargnants. Sous la pression du coût croissant de leurs ressources au regard de leurs portefeuilles encombrés de prêts hypothécaires traditionnels à taux fixes faibles, les S & L ont concentré leurs nouveaux crédits sur des opérations à haut rendement (risquées et souvent entachées de fraude) comme la promotion immobilière et les obligations de pacotille.

Par ailleurs, la déréglementation des services a rendu très attrayants les actifs des sociétés engagées dans des activités auparavant réglementées, telles les compagnies aériennes, les sociétés d'assurance, les télécommunications, les casinos et les banques elles-mêmes, qui sont devenues des cibles de choix pour des prédateurs.

Les privatisations ont mis sur le marché des actions volontairement sous-évaluées, attirant vers la bourse de nouveaux épargnants qui ont contribué à fournir la marge de manœuvre pour de nouvelles opérations. Cette mesure avait un impact psychologique important tout en permettant la transformation d'une partie de la dette publique en capitaux propres.

Au chapitre de la déréglementation, on doit également rappeler le rôle joué par la libéralisation des mouvements de capitaux, dans le cadre d'une internationalisation de plus en plus poussée des marchés financiers. En démantelant la plupart des obstacles à des achats d'actifs étrangers et à des ventes d'actifs à l'étranger, cette libéralisation a contribué à la propagation internationale et à l'accélération des mouvements spéculatifs.

Il ne faut toutefois pas exagérer le rôle de la déréglementation, poussée surtout dans les pays anglo-saxons. Des innovations financières tout aussi importantes ont vu le jour dans d'autres pays, bénéficiant de la non-application d'une réglementation existante ou de l'absence de contrôles sérieux, sans parler des places financières sans réglementation et sans aucun contrôle.

Les Japonais ont forgé le mot « Zaitch » (« Zai » pour actifs, actions, immobilier, œuvre d'art, etc, et « tech » pour technologie). Cette technologie souvent complexe part de deux principes simples : emprunter le maximum sur la

base de la valeur réelle (ou supposée) d'actifs que l'on possède (ou prétend posséder) et utiliser ces liquidités comme fonds propres pour acquérir (ou contrôler) d'autres actifs, avec des crédits basés sur leur prix d'acquisition (ou prétendu tel). Tant que les prix des actifs ont été en hausse, quelques dégagelements judicieux de plus-values ont entretenu la dynamique de ces empires créés à partir d'un noyau souvent nébuleux, tout en permettant aux opérateurs des cinq continents de mettre de l'argent à l'abri pour d'éventuels mauvais jours.

Le rôle de la fiscalité

Dans la plupart des pays, la fiscalité des sociétés favorise les débiteurs au détriment des créanciers ainsi que l'endettement plutôt que le recours à l'augmentation de capital. Dans certains pays, le biais excessif en faveur de l'endettement s'étend aux ménages. De même, en pratique sinon en droit, la fiscalité qui frappe les plus-values est moins lourde que celle des revenus courants. Ces distorsions existaient cependant déjà bien avant 1980⁶, sans provoquer une course à l'endettement. Par ailleurs, le système fiscal d'un pays comme le Japon ne favorisait guère l'endettement des entreprises et des ménages sans pour autant parvenir à freiner l'envolée des prix des actifs.

Il semble donc que ces distorsions de régime fiscal ne peuvent pas expliquer le déclenchement de l'inflation des prix des actifs non-renouvelables. Elles ont toutefois — en interaction avec les innovations financières — contribué à façonner l'évolution particulière dans chaque pays. Ainsi la possibilité de déduire des revenus imposables les paiements d'intérêts sans aucun plafonnement a certainement joué un rôle important dans la spéculation immobilière, surtout aux Etats-Unis.

On peut également penser que les mesures fiscales adoptées par certains pays pour encourager les investissements financiers, notamment en actions, par l'intermédiaire d'organismes de placements collectifs, ont contribué à détourner l'épargne de ses canaux traditionnels.

Finalement, les failles du système d'imposition des plus-values (ou son absence) ont encouragé l'utilisation des achats effectifs ou fictifs d'actifs comme instrument d'évasion fiscale, ainsi que de fraudes en tout genre.

6. Pour une analyse détaillée du rôle de la fiscalité voir : « Saving Trends and Behavior in OECD Countries », *Working Paper* n° 67, OECD Department of Economics and Statistics, juin 1989.

Les déterminants macro-économiques : taux d'intérêt et taux de change

Il serait artificiel de détacher la hausse des prix des actifs des années 1980 de son contexte macro-économique. Cette décennie a débuté par un changement de cap radical des politiques monétaires des pays industriels, qui s'est traduit partout par des taux d'intérêt réels largement positifs.

Le contrôle de la masse monétaire a infléchi l'inflation mondiale, notamment en cassant les prix de l'énergie et d'autres produits de base. Les détenteurs de stocks, les producteurs et les intermédiaires ont subi de larges pertes, ainsi que certaines banques qui ont financé la ruée vers l'énergie.

L'effet anti-inflationniste des taux d'intérêt élevés a persisté pendant la reprise économique : la production industrielle à flux tendus s'est généralisée, réduisant graduellement les stocks des entrants à tous les niveaux, et même, grâce à l'informatisation de leur gestion, les stocks de produits finis.

Ce marasme a détourné les spéculateurs des marchés à terme des produits de base. En même temps, les banques se sont désengagées de projets d'investissement à long terme dans ces produits.

D'une manière plus générale, les taux d'intérêt réels élevés ont inhibé l'investissement productif à longue durée de gestation, même pendant la période d'expansion. Comme l'a montré un article récent ⁷, les groupes industriels aux Etats-Unis, obligés par les taux d'intérêt réels élevés à placer très haut la barre de rentabilité escomptée, se sont reportés vers la recherche de plus-values au moyen d'acquisition d'actifs non-renouvelables financée à crédit. En France, bon nombre de groupes ont tiré l'essentiel de leurs profits soit de placements financiers, soit d'opérations immobilières et boursières.

La logique, étayée par l'observation et des analyses économétriques, associe les taux d'intérêt bas à des anticipations haussières, en particulier sur les marchés financiers. Sans entrer dans la substance du débat, il faut se rappeler que seuls les *taux d'intérêt nominaux* représentent une réalité objective instantanément observable. En revanche, les *taux d'intérêt réels* sont une abstraction destinée à cerner un facteur dont l'influence n'apparaît qu'à plus long terme.

Pendant les années 1982-86, la baisse tendancielle des taux d'intérêt nominaux a été parallèle au reflux de l'inflation, laissant les taux d'intérêt réels à peu près inchangés. Ni la hausse des taux d'intérêt nominaux en 1987, ni leur baisse subséquente, n'ont apporté de modifications sensibles des taux réels, ce qui a produit une décennie entière de taux réels positifs élevés, fait sans

7. Blair M.M. : « A Surprising Culprit Behind the Rush to Leverage », *The Brookings Review*, Winter 1989/90, pp 19-26.

précédent dans l'histoire économique. Nous manquons de recul et de points de comparaison pour en apprécier les effets sur l'environnement économique, y compris le choix des actifs spéculatifs.

La période a connu d'amples mouvements de taux de change, surtout entre le dollar et les autres monnaies. Toutefois, la spéculation sur les monnaies est le fait de professionnels qui opèrent au jour le jour sur un marché symétrique. Rien ne permet d'affirmer que les fluctuations de taux de change aient joué un rôle significatif dans la spéculation sur les actifs non-renouvelables. Revendre un terrain acheté à crédit à New York avec 100 % de bénéfice après six mois reste une excellente affaire pour un étranger, même si le dollar a baissé de 10 % entre-temps.

Les actifs non-renouvelables et le cycle économique

Le manque d'intérêt relatif de l'analyse cyclique quantitative pour la spéculation sur les actifs s'explique probablement en partie par des difficultés conceptuelles et de saisie statistique. Les conventions de la comptabilité nationale excluent des agrégats les plus-values *imputées*. Du reste seul le Japon dispose d'estimations annuelles relativement fiables sur les plus-values imputées.

Même les plus-values *réalisées* ne contribuent pas au PNB, sauf dans la mesure où elles font l'objet de prélèvements fiscaux ou rétribuent des intermédiaires professionnels et d'autres prestataires de services. Le reste est considéré comme une redistribution du patrimoine et de l'épargne liquide entre agents économiques.

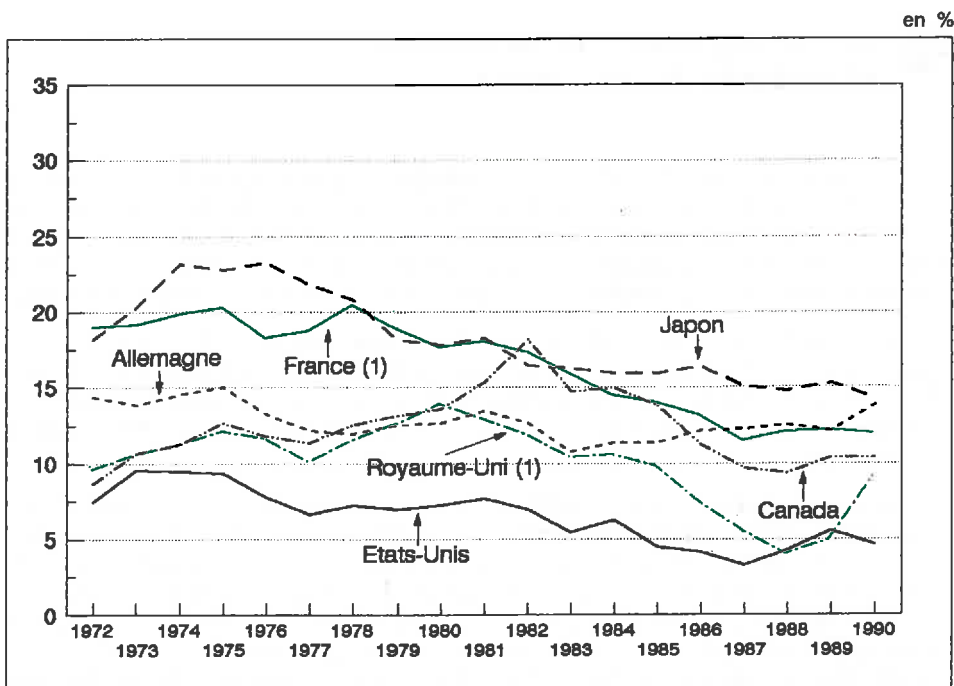
Mais la spéculation sur les actifs peut avoir des effets cycliques importants. Dans l'immobilier, où seuls les terrains sont non-renouvelables, l'activité d'une bonne partie de l'industrie du bâtiment et des travaux publics a partie liée avec la spéculation foncière. Le marché de l'art et des antiquités s'appuie également sur de multiples activités d'artisans et de prestataires de services, dont le poids économique est mal connu mais probablement assez faible. En revanche, dans l'immobilier et sur le marché de l'art, les bénéfices substantiels des intermédiaires varient en fonction des plus-values réalisées.

De même, l'industrie des valeurs mobilières, en multipliant les transactions et les produits financiers, est parvenue à capter une partie importante des plus-values *réalisées* et les a redistribuées sous forme de profits et de salaires, la distinction n'étant pas toujours claire.

L'effet de l'inflation des prix des actifs non-renouvelables sur les revenus mériterait des études quantitatives. Mis à part le bâtiment, il est probablement négligeable d'un point de vue macro-économique. En revanche l'effet de patrimoine peut être considérable. Percevant l'augmentation rapide de la valeur de leur patrimoine, les ménages ont réduit leur taux d'épargne brut, et/ou ont augmenté leur endettement. Dans la plupart des pays industrialisés, les taux d'épargne des ménages, après leur hausse des années 1970, ont sensiblement décliné dans les années 1980⁸ (graphique 5). Les écarts traditionnels entre les

GRAPHIQUE 5

Taux d'épargne des ménages



1. Taux d'épargne brut.

Source : OCDE, Perspectives économiques.

8. Dean A., Durand M., Fallon J. et Hoeller P. : « Tendances et comportement de l'épargne dans les pays de l'OCDE », *Etudes économiques de l'OCDE*, n° 14, printemps 1990.

taux des différents pays – dus à des facteurs sociologiques et institutionnels ainsi qu'à des problèmes de saisie statistique – ont toutefois persisté et la baisse n'a pas été uniforme. La littérature suggère que la baisse des taux d'épargne n'a probablement pas été due au seul effet de patrimoine. En revanche, elle explique pourquoi l'expansion des années 1980 a été si souvent entraînée et prolongée par la consommation des ménages (et accessoirement la construction résidentielle).

L'effet de patrimoine dépend de la perspective du détenteur. Lorsqu'il a acquis pour 100 francs un actif qui en vaut 1000 dix ans plus tard, une chute du cours de 50 % en quelques mois n'est pas ressentie comme une perte sèche mais comme une diminution, peut-être temporaire, de la plus-value accumulée. En revanche pour celui qui a acheté près du pic – et surtout à crédit – il y a désastre financier. Dans un pays où l'épargne est abondante et une bonne partie des actifs sont entre les mains d'épargnants stables, il faut des années avant que l'effet de patrimoine n'affecte le comportement des ménages.

L'inflation des prix des actifs a provoqué indirectement des gains d'efficacité rapides. Qu'il s'agisse de dirigeants menacés d'OPA, forcés de s'endetter et/ou d'augmenter leurs dividendes ou de prédateurs qui ont pris le contrôle d'une société au terme d'une opération à fort effet de levier, l'obligation impérieuse d'obtenir des résultats rapides est devenue omniprésente. A marche forcée, les sociétés ont amélioré la gestion des stocks et des effectifs tout en réorganisant la production et la distribution et en vendant les actifs non indispensables.

L'inflation par les actifs a ainsi doublement contribué à la prolongation de l'expansion : côté demande par ses effets de revenu et surtout par ses effets de patrimoine ; côté offre, comme lubrifiant, libérant certains actifs inutilisés et des réserves de productivité et dissipant la léthargie des dirigeants des sociétés. Les avocats du « supply-side economics » parlaient déjà de la disparition des cycles économiques.

Dès 1987, le mirage d'une expansion non-inflationniste ininterrompue a laissé apparaître des ombres. Ainsi, pour la première fois depuis 1980, le PNB actuel de l'OCDE a dépassé le PNB « potentiel », d'environ 1 % en 1988 et 1989⁹. Cette surchauffe, nettement moins intense qu'en 1973 et en 1979, s'est traduite par des tensions limitées à certaines industries affectées par des investissements insuffisants : certains métaux, matériaux de construction, construction aéronautique et navale, etc.

Au niveau de la consommation, la « surchauffe » s'est confinée à certains biens et services haut de gamme, voitures de luxe, avions particuliers, croisières, etc..., dont les tarifs n'entrent guère dans les indices de prix habituels restés bien sages.

Ainsi avec une pointe de 5 % vers la fin de 1989, l'accélération de la hausse des prix à la consommation pour la moyenne de l'OCDE n'avait rien d'effrayant

9. *Perspectives économiques* de l'OCDE, n° 49, juillet 1991.

et il en allait de même pour l'augmentation des coûts salariaux. Toutefois, les revendications salariales se sont faites plus pressantes, en particulier celles des catégories de salariés s'estimant lésées par l'érosion de leur position relative.

L'accélération sournoise de l'inflation traditionnelle, alimentée par la pression de la demande et par les coûts salariaux, n'avait rien de surprenant après la plus longue période d'expansion qu'ait connue l'économie mondiale. Dans un premier temps, les autorités ont répondu en resserrant les conditions monétaires mais leur tentative s'est soldée par le krach d'octobre 1987. La démonstration était faite : fragilisé par la spéculation sur les actifs non-renouvelables, le système financier ne pouvait pas s'offrir le luxe d'une purge radicale. La réponse des responsables a été une injection massive des liquidités qui a relancé la spéculation sur les actifs tout en déplaçant son centre de gravité des Etats-Unis vers le Japon.

Ce déplacement géographique s'inscrit dans le cadre d'une différenciation marquée des expériences nationales, qui s'explique d'abord par les décalages des positions cycliques nationales et des politiques monétaires correspondantes. Les contrastes entre certains pays demeurent très importants en ce qui concerne le cadre institutionnel et réglementaire ainsi que les traditions de l'épargne. De ce fait, chaque pays ou groupe de pays a joué un rôle distinct dans l'inflation des actifs non-renouvelables et sera confronté à des problèmes différents lors du reflux. Mais les deux solistes de ce concert restent incontestablement les Etats-Unis et le Japon, différents en tout et pourtant intimement liés.

La cigale imitée par la fourmi

Les contrastes dominant entre les Etats-Unis et le Japon. D'abord une propension à l'épargne exceptionnellement faible dans un cas, et un taux très élevé dans l'autre, ce qui explique en grande partie une position persistante d'importateur net de capitaux des Etats-Unis et d'exportateur du Japon.

La structure du capital de la grande majorité des sociétés américaines les rend vulnérables à des prédateurs, alors qu'au Japon les participations croisées et les liens étroits avec les banques protègent les sociétés même moyennes. Aussi, les actionnaires aux Etats-Unis reçoivent des dividendes confortables alors que les Japonais se contentent des plus-values et de la participation aux augmentations de capital. D'un côté, l'endettement est la règle, de l'autre, c'est le financement sur fonds propres (y compris l'émission massive d'obligations convertibles en actions).

Près de 13000 banques aux Etats-Unis, jadis strictement réglementées mais peu surveillées, ainsi que cinq mille mutuelles d'épargne échappent à toute

surveillance. Au Japon, quelques centaines de banques sont réglementées de manière informelle. La concentration des autres institutions financières offre des contrastes similaires entre les deux pays.

D'instinct, les Américains considèrent la terre comme un facteur abondant et dont la propriété change facilement de mains. Le Japon vit dans une pénurie – en partie artificielle – des terrains constructibles et le volume des transactions est très faible.

La vague mondiale de l'inflation des actifs a démarré aux Etats-Unis à l'issue de la récession de 1982, conséquence d'une part de la déréglementation et des innovations financières, et d'autre part de l'afflux de capitaux étrangers (surtout japonais).

La hausse des prix des actifs non-renouvelables et le gonflement de la dette sont allés de pair. Ainsi, le taux d'endettement brut global, traditionnellement stable, est passé de 137 % du PNB en 1980 à 180 % en 1989¹⁰. Cette envolée a concerné aussi bien les ménages, les entreprises, que le secteur public. Elle aurait été impossible sans une augmentation massive de l'endettement net vis-à-vis de l'étranger¹¹ et une véritable explosion des encours des institutions financières (y compris leur portefeuille de « junk bonds »). Le taux d'épargne des ménages a chuté de 7,7 % à 3 % entre 1981 et 1987.

L'augmentation de l'endettement brut n'aurait rien d'alarmant en soi. Le danger est venu de sa concentration sur un petit nombre d'entreprises, engagées dans les OPA à fort effet de levier, les rachats de leurs propres actions et la spéculation immobilière. De même, le surendettement des ménages est venu avant tout des emprunts immobiliers contractés par des opérateurs pas très nombreux qui ont cherché des plus-values rapides. En contrepartie, les bilans de nombreuses banques et de compagnies d'assurances et de la quasi-totalité des mutuelles d'épargne ont été fragilisés par des créances non recouvrables.

Plus tôt et plus fortement que dans d'autres pays, les institutions de crédit américaines ont souffert de la désertion des débiteurs solvables – essentiellement des entreprises de premier plan préférant émettre des certificats de dépôt – et du renchérissement de leurs sources de financement. La tentation d'accepter des risques élevés et grassement rétribués était d'autant plus forte que la législation garantissait une grande partie des dépôts. Avec la déconfiture de la plupart des Savings and Loans et la faillite prévisible de nombreuses banques, une grande partie des achats d'actifs non-renouvelables – et de la fraude – aura été financée à fonds perdus par le budget fédéral. Le montant de la facture sera inversement proportionnel au niveau des prix présents et futurs de ces actifs.

10. Friedman B.M. : « Implications of Corporate Indebtedness for Monetary Policy ». *Working Paper* n° 3266, National Bureau of Economic Research, février 1990.

11. Le fait que le gros de l'endettement vers l'étranger a pris la forme de créances sur le gouvernement des Etats-Unis a minimisé les risques de défaillance. Par contre, les créances étant libellées en dollars, les créanciers ont supporté le risque de change.

La restructuration radicale du système bancaire américain, longtemps retardée grâce à la manne des actifs non-renouvelables, devient désormais inévitable. Elle aura des effets macro-économiques non négligeables, avec des pertes d'emplois qui dépasseront de loin la saignée subie par Wall Street après 1987. Les nombreux dépôts de bilan, fusions forcées et sauvetages mettront à contribution les établissements qui survivront.

A court terme, la fragilité des banques a déjà des effets pervers. Lorsque la Réserve Fédérale injecte des liquidités dans le système pour favoriser la relance, les banques en absorbent une grande partie pour renforcer leur position, même quand elles n'y sont pas contraintes par le ratio Cooke ¹². Et quand la Réserve Fédérale parvient à faire baisser les taux d'intérêt à court terme, les banques en profitent surtout pour reconstituer leur marge brute. Ainsi, malgré l'aisance monétaire et la baisse des taux, celles-ci ont baissé leurs encours dès le début de 1990 par une politique de crédit frileuse et la masse monétaire a eu du mal à décoller.

On ne peut pas encore parler de « credit crunch » : certes, les banques ne renouvellent plus leur crédits aux emprunteurs douteux, mais les bonnes signatures réduisent leur endettement volontairement. Toutefois, le Fed doit constamment réalimenter les banques en liquidités pour éviter un « credit crunch » toujours possible. Tant que les institutions de crédit maintiennent leur comportement actuel, l'effet expansionniste des nouvelles liquidités – la base monétaire est en train de progresser avec une rapidité exceptionnelle – sera faible et l'effet sur l'inflation quasiment nul. C'est du reste une des raisons des lenteurs de la reprise économique. Mais une fois un certain seuil atteint – et ce moment ne sera connu qu'après coup – les liquidités accumulées risquent de se déverser sur l'économie. L'abaissement du taux d'escompte à 3,5 % fin 1991 confirme le revirement de la politique monétaire, effaçant le changement de cap effectué il y a onze ans. Pour sauver le système financier et hâter une reprise économique électorale, le Fed a ainsi fait un énorme cadeau aux détenteurs d'obligations à taux fixes et aux bénéficiaires du reflux massif de fonds vers des actions pourtant déjà surévaluées. Résultat : le Dow Jones au plus haut, alors que le Nikkei s'enfonce chaque jour.

Dans une première phase, allant jusqu'en 1987, le Japon était surtout l'« acheteur de dernier ressort » sur les marchés internationaux d'actifs, avant tout dans les pays anglo-saxons qui offraient des rendements et des plus-values mirifiques. Cet engagement était le fruit de la libéralisation des exportations de capitaux, limitées jusqu'en 1979.

La pause conjoncturelle de 1986 au Japon a coïncidé avec la forte baisse du dollar et une pression extérieure croissante pour limiter les excédents commer-

12. Le « ratio Cooke », au centre des lignes directrices adoptées par un groupe de travail de la BRI au printemps de 1990, oblige toutes les banques surveillées par les banques centrales des pays membres à disposer de fonds propres correspondant au minimum à 8 pour cent de leur encours. L'application de cette disposition a contribué à freiner les prêts bancaires, en particulier au Japon et aux Etats-Unis.

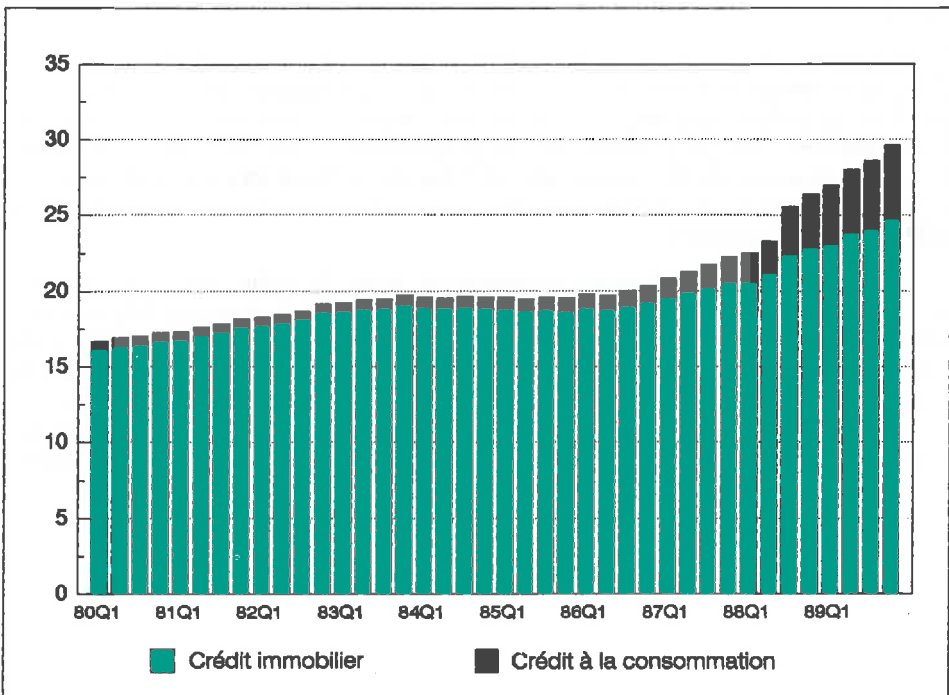
ciaux. La relance de la demande intérieure était donc à l'ordre du jour déjà avant le krach d'octobre 1987. Dès ce moment-là, la position très exposée de la place de Tokyo en a fait une nécessité impérieuse aux yeux des autorités monétaires.

Encouragée par un niveau extrêmement bas des taux d'intérêt, la demande intérieure (d'abord la consommation des ménages) est alors devenue le principal moteur de la croissance. Le taux d'épargne des ménages a chuté et le crédit à la consommation s'est développé (graphique 6). L'inflation des prix des actifs a pris des dimensions ahurissantes : en 1987, les plus-values implicites sur les terrains et sur les actions ont atteint 142 % du PNB (tableau 1). Cette explosion s'explique en partie par les investissements spéculatifs qui se sont tournés davantage vers le Japon, après que l'inflation des actifs ait marqué une pause ailleurs.

GRAPHIQUE 6

Dettes des ménages en % du PNB au Japon

1980-1989, données trimestrielles



Source : Bank of Japan.

TABLEAU 1

Gains en capital * imputés sur les actifs non-renouvelables au Japon, 1983-1988*En milliards de \$*

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Propriété immobilière et foncière	141	195	383	1 482	2 868	1 310
Valeurs mobilières	122	156	144	721	534	1 383
Total	263	351	527	2 203	3 392	2 693
Total en % du PNB	22	27	40	112	142	94

* Les données en Yen sont converties en dollars aux taux de change moyens. Les gains de 1989 pourraient être comparables à 1988.

Source : *Economic Planning Agency, Tokyo.*

Alors que la spéculation à l'américaine s'est appuyée sur les crédits hypothécaires et les junk bonds, la variante japonaise a privilégié les crédits bancaires traditionnels en cascade, au bénéfice de particuliers, des « syndicats » de spéculateurs et de diverses sociétés. Des actions ou des certificats de dépôts (vrai ou faux) ont servi de gage pour des crédits qui ont financé l'achat de terrains ou d'œuvres d'art à leur tour gagés pour acheter des actions et ainsi de suite. La valeur des actifs de nombreuses banques et sociétés financières est directement liée au cours des actions, alors que les actions de certaines sociétés ont dû leur envolée à la valeur de leurs terrains ou même de leurs tableaux de maître.

Avançant sur un terrain miné, les autorités ont fini par réagir. En décembre 1989, le ministère des Finances a recommandé l'élimination des « Tokkin », les mandats de gestion sans instruction qui constituaient la marge de manœuvre de la spéculation. Devant le reflux des fonds spéculatifs vers l'étranger et la chute du yen, la Banque du Japon s'est vue obligée d'intervenir brutalement. Ainsi le retournement de la spéculation au Japon a été la conséquence d'une décision délibérée, mais inévitable.

Après un temps de réaction relativement long, le reflux de l'inflation des actifs, annoncé par le retrait des Japonais du marché de l'art et par la baisse des actions, est maintenant amorcé. Dans le contexte actuel difficile de la place de Tokyo, la marge des autorités est bien faible. Abandonner leur position restrictive validerait les options de la spéculation qui a mis en danger les fondements de la société japonaise. Ne pas céder risquerait de provoquer un « credit crunch » susceptible de transformer la récession en débâcle financière.

Conclusion

La première grande vague d'inflation des prix des actifs non-renouvelables est née de la conjonction des transformations structurelles accélérées de l'économie mondiale et d'une situation historique particulière. Elle a produit une réévaluation massive et certainement excessive des actifs des sociétés et de certains éléments du patrimoine des ménages, qu'il va falloir corriger ou digérer dans un contexte financier délicat. Des épisodes similaires peuvent se reproduire à la faveur d'autres circonstances, mais les anticiper relèverait de la spéculation stérile.

Il paraît en revanche établi que l'inflation des prix des actifs a fortement contribué à modifier la nature du cycle économique. Alors que les cycles classiques avaient comme moteur – dans des proportions variables – les investissements et les stocks, celui de 1990-1991 s'explique par les mouvements de l'immobilier, de la consommation haut de gamme et des investissements dans les services. En même temps, le cycle est devenu plus plat et plus long. Ainsi les facteurs qui ont permis de mobiliser des réserves qui avaient prolongé la phase ascendante, ont ensuite aggravé le chômage et retardé la reprise.

Une autre modification est le relâchement du contrôle des autorités monétaires sur le volume du crédit et sur l'endettement des agents économiques. D'où la menace omni-présente d'un effondrement financier, pouvant être déclenché par un accident exogène ou par la récession elle-même. Cette menace explique l'ambiguïté persistante du comportement des banques centrales.

Ces modifications expliquent en grande partie le fait que la récession n'a pas été très profonde. Mais elles sont susceptibles de freiner aussi la reprise qui, même aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, reste pour le moment limitée au restockage et à quelques investissements industriels. De surcroît, même si une crise financière grave paraît moins menaçante dans ces pays qui ont atteint le creux de la récession, la course au désendettement pèse toujours sur leurs économies et freine l'action des banques centrales.

L'inflation du prix des actifs n'a pas renforcé la synchronisation du cycle entre les principaux pays. Il y a eu certes une propagation rapide de l'impact psychologique d'un pays à l'autre, notamment sur le marché de l'art et les marchés financiers. Mais les facteurs clefs de la conjoncture ont prévalu : ainsi le ralentissement a à peine commencé au Japon et en Allemagne alors que les Etats-Unis commencent peut-être à sortir de la récession.

Cependant, dans ce domaine comme dans beaucoup d'autres, l'ambition ici n'était pas de donner des réponses définitives mais plutôt de poser des questions.