

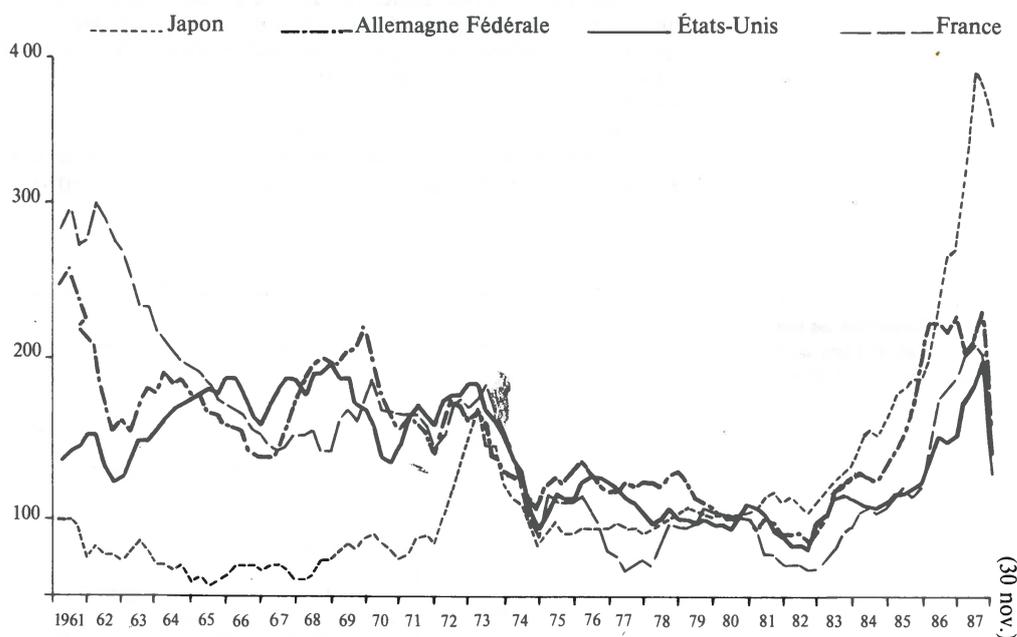
## Signification et conséquences du krach boursier

Le krach boursier de grande ampleur, survenu le 19 octobre dernier à Wall Street et répercuté sur l'ensemble des places financières, constitue-t-il la simple correction technique de l'emballement spéculatif antérieur, ou bien ce « lundi noir » est-il le signe annonciateur d'une dépression majeure comparable à celle des années trente ? Il est sans doute trop tôt pour répondre à cette question, mais l'analyse des mécanismes qui sont en œuvre actuellement dans l'économie mondiale conduit à envisager différents scénarios possibles ; suivant les réactions de politique économique, aucune éventualité ne peut être exclue a priori.

### Un effet direct relativement limité

Lorsque l'on analyse l'évolution des indices boursiers des principaux pays, on peut à première vue en tirer des conclusions relativement optimistes. Car la baisse brutale des cours est intervenue après une phase de hausse que bien des observateurs s'accordaient à considérer comme excessive. Ce phénomène apparaît encore plus nettement si l'on déflate les cours de bourse de chaque pays par l'indice correspondant des prix à la consommation, de façon à calculer des indices boursiers en termes réels (graphique A).

GRAPHIQUE A  
Indices réels  
des actions industrielles (\*)  
(moyennes trimestrielles,  
base 100 = 1980)



Source : Calcul CEPII à partir des Indices publiés dans les *International Financial Statistics* (Indices *Standard & Poor's* pour les Etats-Unis, *Nikkei* pour le Japon, Office fédéral de la statistique pour l'Allemagne, INSEE pour la France), complétés par le *Financial Times*.

(\*) Chaque série a été déflatée par l'indice de prix à la consommation du pays.

Fin novembre, les cours des actions avaient simplement retrouvé des niveaux plus « normaux », enregistrés dans une période récente. Aux Etats-Unis, l'indice *Standard and Poor's* ne faisait ainsi que revenir au niveau de décembre 1986. La chute était encore moins marquée au Japon, où le niveau atteint fin novembre était supérieur à celui de mars dernier (une marge importante de baisse reste donc possible). Si la chute des cours a été plus accentuée en Europe, il suffit de remonter à février 1986 pour retrouver le même niveau en France, et ce n'est qu'en Allemagne que l'on doit remonter plus loin en arrière (cours de mai 1985).

La thèse de la « correction technique » a donc une certaine validité, encore qu'elle doive être nuancée si l'on observe une période plus longue. La hausse accélérée des cours de bourse depuis le milieu de 1982 avait elle-même succédé à une phase prolongée de baisse en termes réels; sauf dans le cas du Japon, on commençait à peine à revenir durant l'été 1987 aux niveaux atteints à la fin des années soixante.

Relativement limitée en termes réels, la baisse de la valeur du portefeuille d'actions détenu par les ménages ne devrait par conséquent avoir qu'une incidence réduite sur leur consommation. En l'occurrence, le mécanisme attendu est celui de l'« effet-ricesse », qui se fonde sur la relation entre la consommation des ménages et la valeur de leurs actifs. Selon les études économétriques qui ont été effectuées à ce sujet<sup>(1)</sup>, la propension marginale à consommer de la richesse financière serait, au maximum, de 4 % à 5 %, et il faudrait attendre trois ans pour que cet effet joue pleinement. Dans ces conditions, on peut considérer que l'hypothèse la plus forte, sur cet effet direct, correspond à l'estimation de l'OCDE qui, pour une baisse de la richesse financière des ménages américains de 750 milliards de dollars, envisage une baisse de 1 % de leur consommation étalée sur deux ans.

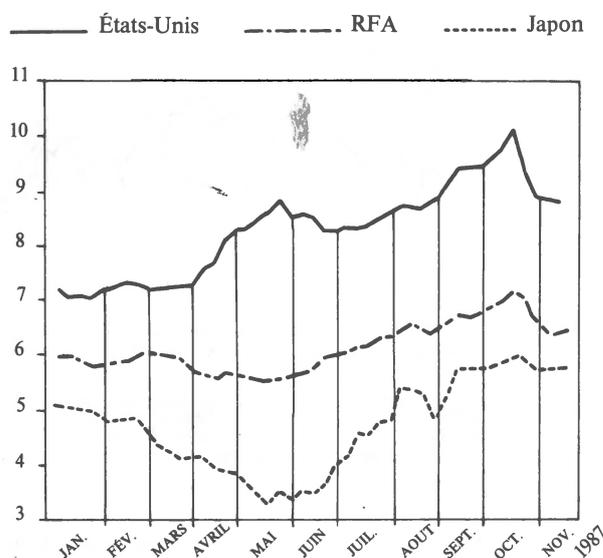
2

## Le reflet d'un profond déséquilibre

Si l'origine immédiate du krach a été imputée aux décisions allemandes et aux déclarations de M. Baker, des signes annonciateurs étaient apparus antérieurement. Depuis le début de 1987, l'évolution des taux d'intérêt reflétait la persistance, aux Etats-Unis, d'un déficit commercial exceptionnellement élevé, source d'un profond déséquilibre à l'échelle internationale. L'ampleur relative de ce déficit (6,6 % du commerce mondial en 1986) est, en effet, équivalente aux trois quarts de l'excédent de l'OPEP à son summum, au lendemain de chacun des chocs pétroliers.

Dans ce contexte, l'application des accords du Louvre, conclus en février dernier entre les ministres des Finances des sept grands pays industrialisés, s'est très vite avérée délicate. Jusqu'à l'automne, les inflexions nécessaires de politique économique demeurèrent d'une portée réduite, sans commune mesure avec l'ampleur du déséquilibre des échanges internationaux. Or, pour stabiliser les taux de change conformément aux accords, et à défaut d'un autre mécanisme, il était nécessaire d'absorber en permanence les dollars émis afin de financer le déficit courant américain<sup>(2)</sup>. Deux mécanismes permirent cette absorption : d'une part, les interventions des banques centrales, d'autre part, l'accroissement de l'écart entre les taux d'intérêt (graphique B).

GRAPHIQUE B  
Comparaison des taux d'intérêt à long terme  
(taux %, moyennes hebdomadaires)



Source : Financial Times.

(1) Voir notamment le modèle MPS du *Federal Reserve Board* et du MIT pour l'économie américaine.

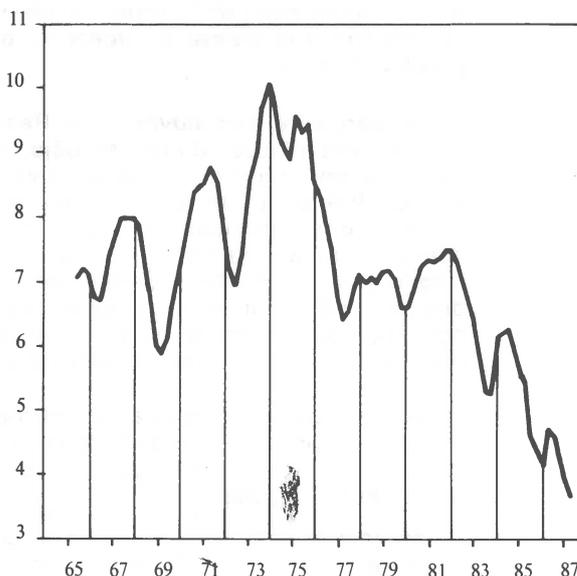
(2) Voir A. Brender, P. Gaye et V. Kessler, « L'après-dollar » (*Economica*, Paris, 1986), ainsi que *La Lettre du CEPII* n° 58, Septembre 1986, « Jusqu'où le dollar va-t-il baisser ? »

Entre la fin février et la mi-mai, les taux d'intérêt à long terme baissèrent ainsi au Japon et à un moindre degré en Allemagne, tandis qu'ils s'élevaient aux Etats-Unis. En trois mois, l'écart dollar-yen passa de deux à cinq points. Une détente temporaire se produisit lorsque les investisseurs japonais, suivant des incitations gouvernementales, placèrent de nouveau leurs fonds sur le marché américain. A partir de la mi-juin, cependant, on assiste à une remontée des taux d'intérêt longs au Japon et en Allemagne, qui semble due à plusieurs facteurs : la conjoncture plus soutenue augmente les besoins d'emprunt, à un moment où l'anticipation de hausse de l'inflation et des taux d'intérêt pousse au contraire les investisseurs à se reporter sur les placements à court terme ou sur les actions. Le maintien des accords de stabilisation des taux de change entraîne alors, jusqu'au mois d'octobre, la hausse générale des taux longs qui provoque le krach.

### 3 Un redressement possible de l'épargne américaine

Le déficit extérieur — tant commercial que courant — qui affecte l'économie américaine est habituellement imputé au déficit budgétaire. Pour être exacte, cette analyse n'en est pas moins partielle. Car, dans toute économie nationale, le solde des opérations courantes correspond à la différence globale entre l'épargne et l'investissement de l'ensemble des agents. Aux Etats-Unis, le besoin de financement extérieur n'a pu atteindre un niveau aussi élevé qu'en raison de la faiblesse de l'épargne privée. Le taux d'épargne des ménages américains, qui était déjà traditionnellement bas, a ainsi subi une baisse accentuée depuis 1982 (graphique C), au point de descendre à certains moments en dessous de 3%. Ce minimum historique, qui constitue le plus grave handicap de la première puissance économique mondiale, illustre le fait que les Américains vivent réellement « au-dessus de leurs moyens ».

GRAPHIQUE C  
Taux d'épargne nette des ménages américains (\*)  
(en % du revenu disponible)



Source : Comptes nationaux.  
(\*) Série trimestrielle lissée sur trois trimestres.

La baisse du taux d'épargne des ménages aux Etats-Unis est associée à une montée spectaculaire de leur endettement qui, globalement, atteint désormais les trois quarts de leur revenu. Le développement excessif du crédit à la consommation offre, en particulier, un contraste saisissant avec la situation japonaise. Toutefois, on peut se demander si le krach ne va pas entraîner, dans les mois qui viennent, un freinage du crédit à la consommation. La dégradation du bilan des institutions financières peut, en effet, les conduire à réduire l'offre de prêts aux ménages, cependant que ceux-ci peuvent diminuer leur demande d'emprunts en raison d'anticipations pessimistes sur l'évolution de leurs revenus et de l'emploi. Dans cette hypothèse, on assisterait à un redressement du taux d'épargne, qui s'ajouterait à l'effet-richeesse évoqué précédemment.

Compte tenu des perspectives macro-économiques envisagées pour 1988 avant le krach boursier, et même si le déficit budgétaire des Etats-Unis reste encore très élevé l'an prochain — les 30 milliards de dollars de réduction prévus par

l'accord entre le président Reagan et le Congrès ne font que compenser la dégradation tendancielle — on peut ainsi esquisser un scénario relativement optimiste, allant dans le sens du rééquilibrage des échanges mondiaux. Ce scénario est fondé, d'une part, sur une hausse d'un point du taux d'épargne des ménages américains, d'autre part, sur la stabilisation des taux de change.

Certes, le ralentissement de la croissance américaine serait sensible (croissance du PIB tombant en 1988 en dessous de 1%), mais il s'accompagnerait d'une amorce très nette de diminution du déficit courant. A moyen terme, un tel scénario ne pourrait cependant se poursuivre que s'il était consolidé, tant par une accélération de la croissance en Europe et au Japon que par un effort prolongé de réduction du déficit budgétaire américain.

4  
**Les risques  
d'enchaînements  
cumulatifs**

Pour envisager un scénario limité à un simple ralentissement de la croissance aux Etats-Unis, l'hypothèse de stabilisation du dollar joue un rôle crucial. Il est vrai que, lorsque la phase des effets pervers aura été dépassée<sup>(3)</sup>, on peut prévoir un redressement rapide du solde commercial américain : à l'impact du ralentissement économique s'ajouteront, en effet, les répercussions favorables de la baisse du dollar telle qu'elle a été acquise jusqu'à présent. Toutefois, il faut rappeler que l'on part d'une situation profondément dégradée, puisque le taux de couverture du commerce extérieur des Etats-Unis est aujourd'hui inférieur à 60% tandis que celui du Japon est proche de 200%.

Même si elle commence à se manifester nettement en 1988, l'amélioration probable de la balance commerciale américaine ne pourra donc pas empêcher l'accumulation de déficits pendant plusieurs années encore<sup>(4)</sup>. Mais, durant cette période, la charge d'intérêts découlant de l'endettement corrélatif viendra, en sens inverse, détériorer la balance courante. C'est pourquoi, en attendant que le mouvement de bascule se retourne à nouveau dans une phase ultérieure, la pression à la baisse du dollar va demeurer particulièrement forte dans les prochains mois.

Or la marge de manœuvre de la Réserve fédérale américaine est très étroite car elle est placée, d'ores et déjà, devant un grave dilemme. Ou bien elle s'efforce de limiter la baisse du dollar par une politique monétaire restrictive, afin de freiner les tensions inflationnistes internes et de respecter les engagements internationaux des Etats-Unis; on peut craindre alors un enchaînement dépressif au sein de l'économie américaine dont le système financier, déjà très fragile, pourrait s'effondrer par pans entiers. Ou bien, au contraire, elle injecte des liquidités pour éviter un tel enchaînement, le risque majeur étant alors une nouvelle baisse cumulative du dollar qui aurait des conséquences désastreuses pour le reste du monde, en particulier pour l'Europe.

Dans les deux cas, si les nations européennes et le Japon ne prennent pas des mesures appropriées pour faire face aux événements, de graves menaces se profilent à l'horizon. Pour conjurer les périls, deux types de mesures d'urgence pourraient s'imposer :

— sur le plan économique intérieur, donner une ampleur beaucoup plus grande à la stimulation de la demande, de façon concertée mais vigoureuse, c'est-à-dire inverser temporairement les priorités afin, tout en poursuivant les nécessaires efforts d'amélioration de l'offre, de compenser la baisse de la croissance et de favoriser la résorption du déficit commercial américain;

— sur le plan monétaire international, inciter les Etats-Unis à assurer le financement de leur déficit par des emprunts en yens, écus ou marks, c'est-à-dire élargir le rôle international de ces monnaies afin, tout à la fois, de soumettre l'économie américaine aux mêmes disciplines que les autres et de diminuer l'injection de dollars découlant de ce déficit.

**Rédaction :**

Centre  
d'études prospectives  
et d'informations  
internationales,  
9, rue Georges-Pitard,  
75015 Paris.  
Tél. (1) 48-42-64-64

Rédacteur en chef :  
Gérard Lafay.

**Edition :**

La Documentation française.  
Abonnement d'un an  
(8 numéros) : 175 F.

Commande adressée à :  
La Documentation française.  
124, rue Henri-Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex.

Règlement à réception  
de la facture.

Directeur  
de la publication :  
Jean-Michel Charpin.

CPPP n° 1462 AD.  
4<sup>e</sup> trimestre 1987.  
663-Décembre 1987.

Imp. Louis-Jean - GAP

Imprimé en France.

(3) Après une dépréciation réelle de la monnaie, les économistes s'attendent généralement à ce que le solde commercial commence par se dégrader avant de s'améliorer, en suivant la forme d'une « courbe en J ». Pour les effets à moyen terme des changements de parités du dollar sur la concurrence industrielle mondiale, voir l'article de M. Fouquin, J. Oliveira-Martins et L. Stemitsiotis (*Economie prospective internationale*, n° 32, 4<sup>e</sup> trimestre 1987).

(4) Voir S. Marris, « Les déficits et le dollar : l'économie mondiale en péril », édition française avec une préface de M. Albert dans la collection du CEPII (*Economica*, Paris, 1987).