



AISANCE MONÉTAIRE OU BLOCAGE FINANCIER ?

Les désordres financiers deviennent à présent une affaire mondiale. Dirigeants et banquiers centraux s'expriment enfin et des propositions commencent à surgir : plan Clinton de sauvetage des entreprises asiatiques endettées, programme Blair de meilleure surveillance financière, mémorandum français ; le FMI et la Banque mondiale envisagent de mieux coordonner leurs activités. D'autres voix s'élèvent pour souhaiter la suppression pure et simple du FMI, ou pour demander une baisse concertée des taux d'intérêt.

Les taux d'intérêt à long terme sont bas...sauf risque de déflation

Cette dernière requête, qui avait la faveur de nombreux pays acculés à la défensive monétaire, n'a pas fait l'unanimité. En pratique chacun des trois grands réagit en fonction de la situation de sa zone d'influence : la Banque du Japon a réduit à 0,25 % son taux d'escompte, la Réserve fédérale américaine penche enfin pour la baisse des taux courts, mais les pays européens traînent les pieds pour aligner leurs taux vers le bas. De fait, la hiérarchie présente des taux réels, mesurés sur la base de l'inflation sous-jacente, plaide pour un *statu quo* : entre 3 % et 3,5 % aux Etats-Unis, au voisinage du plein emploi, vers 2 % en UEM, où l'expansion est en phase non inflationniste, proche de 0 % au Japon en plein marasme. Sans le reste du monde la politique monétaire menée par le G7 serait jugée pour le moins accommodante.

Les taux d'intérêt à long terme confirment que le coût du financement de l'investissement est devenu particulièrement faible, si l'on prend pour référence les anticipations actuelles d'inflation : les taux réels sur les bons du Trésor américain à dix ans sont revenus à 2,5 %, ceux sur les obligations européennes à 2,25 % et ceux sur les titres japonais à 1 %. Ces taux sont en deçà de leur moyenne historique, d'environ un point et demi, ce qui est exceptionnel, sauf à sous-estimer gravement le risque de déflation. Il faudrait en effet une baisse des prix de l'ordre de 1 à 2 % l'an dans les prochaines années pour valider les taux nominaux présents.

Les courbes de rendements se sont nettement aplaties en raison de l'inertie des taux courts : la lecture usuelle présagerait une faible croissance japonaise, mais aussi européenne, et une prochaine stagnation américaine. Cependant une part importante des déformations récentes est liée aux mouvements de capitaux internationaux. Les taux longs japonais seraient encore plus faibles, si possible, s'il n'y avait pas autant de sorties de capitaux recherchant une meilleure rémunération ; les taux longs américains n'auraient pas autant baissé sans des

entrées massives, suscitées par la fuite vers la qualité. L'Europe est dans une situation intermédiaire, comme le montre l'arrêt récent de la convergence entre taux longs allemands, d'un côté, espagnols et italiens, de l'autre. Si l'on pouvait en tenir compte, les courbes de rendements signaleraient alors que le Japon reste englué dans la récession et que la croissance américaine attendue reste de l'ordre de 2 % l'an.

Tous ces pays bénéficient aussi des retours de fonds du reste du monde. Il n'est guère possible d'évaluer avec précision ce qu'auraient été les taux longs sans la crise financière. Toutefois la simultanéité de l'extension des primes de risque sur les marchés émergents, et de la baisse des taux dans les pays développés peut suggérer un ordre de grandeur. Ainsi, de septembre à décembre 1997, ces primes ont gagné entre 3 et 4 points, au moment où les taux américains et européens perdaient près d'un demi point ; de juillet à septembre 1998, les mouvements ont plus que doublé d'ampleur : selon l'indicateur J.P. Morgan, l'écart entre les taux obligataires des pays émergents et les bons du Trésor américain est passé de 6 à 15 % ; en même temps, les *T bonds* et les *Bunds* ont baissé d'un point. On peut donc avancer approximativement que le report des investisseurs sur les places les plus sûres aura fait chuter en un an les taux d'intérêt des titres publics d'environ un point à un point et demi. On peut aussi considérer que le taux long mondial, qui serait obtenu en agrégeant les marchés émergents et développés, aura en définitive peu varié. Le taux d'intérêt réel « corrigé » serait sans doute compris entre 3,5 % et 4 %, inférieur à la croissance mondiale à moyen terme retenue encore en mai dernier par le FMI (4,5 %), mais supérieur d'environ 2 points à celle envisagée à présent pour 1999.

En résumé, le niveau des taux d'intérêt longs ne semble pas poser de problèmes particuliers pour l'économie mondiale, pour peu que ne s'installe pas une période de déflation. Ceci explique les réactions répétées de la part des autorités de la *Bundesbank* ; dès lors qu'une déflation n'est pas en vue, il serait contre-productif de vouloir peser sur les taux d'intérêt à long terme, ceci risquant de déstabiliser les marchés financiers, alors entraînés dans une nouvelle boucle spéculative. En revanche, si l'on se place non plus du point de vue étroitement germanique, ou même européen, mais du point de vue mondial, il serait logique de souhaiter une baisse des taux d'intérêt courts du fait du ralentissement brutal de l'activité. Mais comment pratiquer une telle baisse dans un monde où les mouvements de capitaux ont été libéralisés ? Le FMI lui-même n'a pas su traiter cette question ; en sous-estimant gravement les engagements souscrits par les pays émergents

sur la foi de parités fixes, ou en glissement contrôlé, ses prescriptions de dévaluation ont provoqué un raz-de-marée de prises de bénéfices balayant les Bourses, les changes et suscitant des hausses défensives de taux d'intérêt qui n'ont fait que ruiner davantage la confiance dans les économies surendettées. De fait les taux d'intérêt actuels portent la marque des turbulences financières, mais aussi des excès passés et présents d'endettement et de désendettement, ce qui limite considérablement les marges de manœuvre, lorsque l'on veut les adapter à la conjoncture.

La baisse sélective des taux courts n'exclut pas les sauvetages financiers

Dans une économie où l'épargne nationale ne suffit pas à financer l'investissement, comme c'est le cas de nombreux pays latino-américains ou en transition, les primes de risque actuelles réduisent à rien les activités rentables et minent la croissance future ; les seules opérations possibles sont la consolidation des dettes à court terme, sachant qu'éviter ainsi le risque de défaut réduira encore le peu d'épargne disponible pour le développement économique. L'arrêt de l'investissement nouveau, combiné à la nécessité d'apurer les dettes, amplifiées par les dévaluations, provoque une contraction de la demande intérieure qui justifie de ramener les taux d'intérêt nominaux en deçà du rythme d'inflation, importée pour l'essentiel. Les capitaux étrangers à court terme étant alors taris, les deux risques subsistant sont le retrait continu des investissements de portefeuille de la part des fonds étrangers et les sorties de capitaux des résidents cherchant à préserver leur épargne. La baisse des taux peut rassurer les non résidents mais fait fuir les nationaux ; le contrôle des changes, tel qu'il s'applique aujourd'hui en Malaisie, gèle les tentatives de fuite, mais réduit à néant la valeur des fonds mutuels, ceux-ci mêlant étroitement résidents et non-résidents.

Dans une économie où l'épargne est surabondante, comme cela a été le cas au Japon, à partir du moment où la productivité marginale du capital s'est infléchie et implique un ralentissement du taux de croissance et une baisse du taux d'investissement, tout retard dans l'ajustement ne fait qu'accentuer la chute de la rentabilité des capitaux propres. Il devient alors inapproprié de chercher à baisser les taux d'intérêt, car ceci retarde encore davantage l'élimination des capacités excédentaires : en conséquence, le Japon déverse sur le reste du monde ses capitaux — en prenant ainsi part activement au bas niveau des taux d'intérêt à long terme — et ses biens — en pesant tout aussi activement sur les prix. L'excès d'offre, d'abord une affaire purement japonaise, est à présent une affaire asiatique, du fait des ramifications nipponnes dans l'ensemble de la zone, le phénomène ayant été amplifié par l'afflux des capitaux américains et européens. Le traitement de la crise ne relève plus de la macroéconomie, mais de l'ingénierie industrielle et financière. Il s'agit alors de fusionner et de restructurer, tout en cantonnant les mauvaises créances dans des organes de défaillance. L'argent public mis à bon escient, et surtout rapidement, importe plus que le niveau des taux, ceux-ci devenant inopérants tant que la rentabilité n'est pas restaurée et que la menace de licenciements massifs reste présente. A l'heure actuelle les taux d'intérêt se sont notablement détendus en Corée et à Singapour, revenant vers 4 à 6 %, et les projets de recomposition des *chaebols* se sont accélérés. Toutefois la farouche résistance des salariés à toute réduction d'effectifs fait peser une lourde hypothèque sur ces entreprises. Le « modèle » japonais, où la part des salaires dans la valeur ajoutée s'est accrue de 5 points depuis 1990,

contre une baisse de 2 points dans le reste du G7, montre bien les dangers de l'attentisme.

Les Etats-Unis, première puissance économique, monétaire et idéologique du monde, ont aussi une lourde responsabilité dans le développement des bulles japonaise puis émergentes. Le mélange de déréglementations, de libéralisation des changes, de globalisation des marchés et de désinflation ne pouvait manquer de provoquer des poches de spéculation, sectorielles ou géographiques, puis de plus en plus générales dès lors que le dollar redevenait une valeur incontestée. Toute création excessive de monnaie ne trouvant pas d'utilisation immédiate sur le sol américain, s'est automatiquement déversée à l'extérieur dans les pays où l'allègement des carcans étatiques a fait miroiter de substantiels rendements. L'absence de surveillance de l'emploi des dollars ainsi exportés a entraîné les excès que l'on déplore maintenant ; les déficits de la balance de base américaine, de 1991 à 1995, contrepartie des achats de titres de la Réserve fédérale destinés à faciliter le redressement des banques américaines, ont largement contribué à gonfler les réserves des banques centrales asiatiques, et par là même autorisé une extension débridée du crédit. Depuis 1995, les achats privés de titres publics et privés américains par les étrangers, attirés par la santé retrouvée des États-Unis, ont inversé progressivement la situation et provoqué un excédent de la balance de base, éliminant ainsi une partie des dollars externes. Loin de contrecarrer cette tendance, la Réserve fédérale a continué d'alimenter la liquidité bancaire, comme si elle redoutait, à partir du printemps 1997 que la baisse des réserves des banques centrales asiatiques ne vienne perturber le marché des bons du Trésor. En se comportant ainsi, il est probable que la Réserve fédérale a sous-estimé l'effet refuge qui allait porter ces titres. Elle a indirectement contribué à la débâcle de certains arbitragistes américains qui n'imaginaient pas que les rendements de ces titres puissent chuter davantage.

La baisse des taux américains n'est pas non plus la panacée dans ce contexte de fuite vers les titres les plus sûrs. Les pertes sévères encourues par les arbitragistes et certaines maisons de courtage, sans parler de celles que l'on ne connaît pas dans de nombreuses banques, font d'abord courir un risque d'insuffisance de liquidité de marché, amenant à se replier encore davantage, toujours au détriment des marchés les moins développés. D'où les efforts mis à présent en place pour sauver la *Long Term Capital Finance* de la faillite, une faillite d'autant plus symbolique qu'elle compte deux Prix Nobel dans son équipe de direction ! Ces efforts soulignent à quel point la complexité des montages financiers impose d'intervenir à des points précis du système pour éviter des réactions en chaîne. Rétablir la confiance dans un système où les moyens de paiement sont globalement abondants, mais où l'aversion pour le risque s'est développée avec une telle violence qu'elle fait craindre pour l'esprit d'entreprise, est le principal défi auquel sont confrontées les autorités économiques et monétaires.

PHILIPPE SIGOGNE

Directeur du département analyse et prévision

LA CONJONCTURE JAPONAISE À LA MI-1998

La récession japonaise s'est aggravée au premier semestre de 1998. Le PIB a reculé de 2 % durant les deux premiers trimestres, amplifiant le repli de l'activité entamé après la majoration de la TVA en avril 1997. La production manufacturière a reculé de plus de 10 % en juillet 1998 par rapport à son point haut d'avril 1997, plus de la moitié de cette baisse se concentrant sur les six derniers mois. Ce nouvel accès de faiblesse de l'activité et la chute induite de l'investissement se démarquent du scénario de récupération lente envisagé l'an dernier. L'ampleur de la crise régionale asiatique et la révision des plans d'investissement, aggravée par la restriction du crédit, sont les principaux éléments de dégradation. Ces éléments ramènent au premier rang les interrogations structurelles sur la persistance de surcapacités et sur l'efficacité de la politique économique.

1. Données structurelles, comparaison Japon /Etats-Unis

En %	Japon	Etats-Unis
Composantes du PIB en % du PIB, PPA* 1993		
Consommation	63,7	74,6
FBCF équipement	11,7	8,0
Bâtiment non résidentiel	6,1	2,5
Génie civil	4,8	2,1
Mode de financement		
Taux d'autofinancement de la FBCF productive 1980-1996	70,0	105,0
Fonds propres / passif total des entreprises (1996)	20,0	49,0

* Parité de pouvoir d'achat

Source : OCDE.

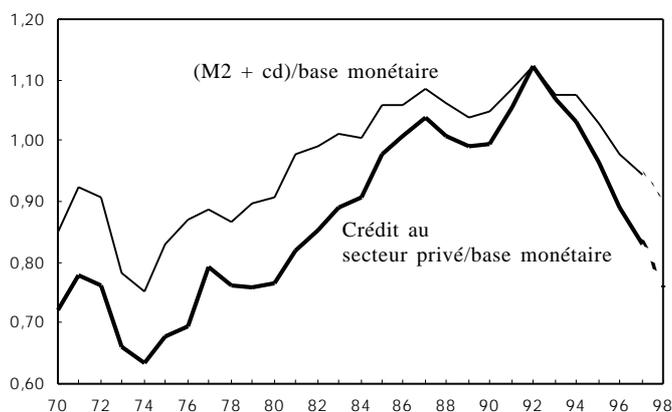
La retombée de l'activité rappelle que les facteurs structurels qui fondent le pessimisme de moyen terme sont toujours à l'œuvre (tableau 1) : cela est vrai si l'on croit que l'important taux d'investissement⁽¹⁾ japonais est une anomalie, dans une période de surcapacité, et qu'il pourrait à terme se rapprocher de celui de l'OCDE ou des Etats-Unis. La Bourse demeure déprimée par le besoin persistant en fonds propres des entreprises ou des institutions financières. Les créances douteuses, en dépit d'un provisionnement partiel, continuent probablement à détériorer les bilans si l'on considère la montée actuelle des faillites industrielles et de l'insolvabilité des débiteurs asiatiques. Les conséquences désastreuses de l'abandon par le gouvernement nippon de sa politique d'impulsion publique, l'an dernier, ont montré que la demande publique était nécessaire pour pallier la défaillance de la demande privée et amortir les conséquences d'un ajustement brutal des capacités. On peut par contre s'interroger d'une part sur la pertinence de la combinaison d'une politique budgétaire expansionniste avec une politique monétaire très accommodante, et d'autre part sur l'opportunité d'une réaffectation des dépenses publiques.

Depuis 1994 la Banque du Japon a fortement gonflé son actif et accru la liquidité sur le marché monétaire en se portant massivement acquéreur de titres de dette publique. Cette déformation du bilan est en partie normale quand seul l'Etat s'endette. Mais peut-être la Banque centrale a-t-elle poussé trop loin la monétisation de la dette publique, alors que l'abondance d'épargne ne crée aucun risque d'éviction.

(1) La référence aux PPA permet d'éliminer les déformations qui relèveraient des prix relatifs.

Désireuse de soutenir le prix des actifs à long terme, surtout des actions, elle a artificiellement abaissé les taux à long terme. Cette stratégie a été payante dans un premier temps, concernant le Nikkeï, mais a rencontré ses limites. Elle a incité les institutions financières à rechercher de meilleurs rendements à l'international. De plus, l'aplatissement de la courbe des rendements a été défavorable à la rentabilité de l'intermédiation, diminuant l'incitation des banques à prêter. Dès lors, la politique expansionniste de la Banque centrale gonfle la base monétaire (à un rythme voisin à la mi-1998 de 8 % l'an) mais ne réactive pas le crédit intérieur au secteur privé (graphique 1), qui stagne ou régresse légèrement depuis 1994.

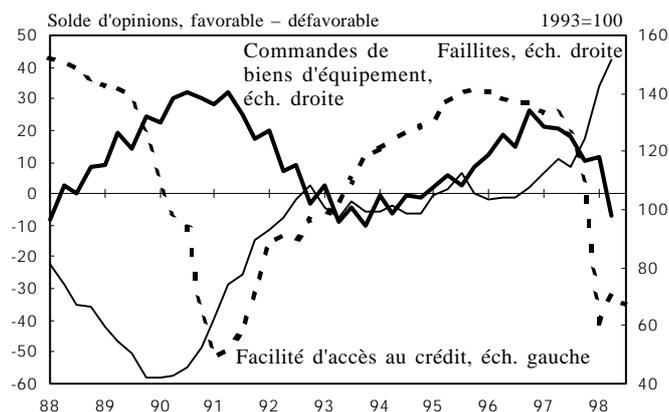
1. Ratio de crédit au Japon



Sources : Banque du Japon, FMI.

Cette politique de rachat de titres publics ne résout pas la restriction du crédit qu'elle voulait prévenir (graphique 2). Le rationnement du crédit domestique est de plus en plus pénalisant pour les entreprises, confrontées à des problèmes de trésorerie. La prise de risque des intermédiaires financiers dans les périodes de repli de la demande était traditionnellement un facteur stabilisateur de l'activité nipponne. Le maintien des plans d'investissement, largement financés par le passé sur ressources externes (tableau 1), et l'absorption des difficultés de trésorerie en période de crise, épargnaient un ajustement massif de la masse salariale et stabilisaient l'économie.

2. Facilité d'accès au crédit (TANKAN), investissement et nombre de faillites



Sources : Banque du Japon, Economic Planning Agency (EPA).

La dégradation des bilans et la mémoire des erreurs passées d'appréciation des risques détournent aujourd'hui ces intermédiaires de leur rôle d'assureur. L'enquête *Tankan* de la Banque du Japon révèle depuis la mi-1997 une nette dégradation des appréciations que portent les entreprises sur leur facilité d'accès au crédit et sur leur situation financière. La montée des faillites industrielles, la révision à la baisse des plans d'investissement, la compression des salaires et, dans une moindre mesure, de l'emploi, en portent la marque. Depuis le milieu de l'an dernier l'emploi se dégrade au rythme de 1 % l'an, tandis que les salaires nominaux sont dans le secteur manufacturier sur une pente légèrement négative. La consommation et l'investissement résidentiel se replient et les chiffres de juillet 1998, concernant les mises en chantiers, les immatriculations ou le commerce de détail, ne dessinent aucune amorce de récupération.

Dès lors, l'efficacité du règlement du problème des créances douteuses, par apport de liquidité sur le marché monétaire et par la « solidarité de place » (la recapitalisation et l'annulation de la dette des intermédiaires en faillite étant à la charge des banques), doit être remise en cause. Une recapitalisation plus précoce des organismes en crise, financée par de la dette publique, chemin que prend aujourd'hui le gouvernement, aurait probablement permis d'éviter certains écueils soulevés plus haut. Elle aurait d'une part atténué l'effet dépressif sur la Bourse qu'exerce le besoin de recapitalisation des banques. Elle aurait d'autre part levé le principal frein au crédit domestique que constitue la contrainte du ratio *Cooke*. Elle aurait enfin évité les effets négatifs de l'aplatissement de la courbe des rendements sur la rentabilité des banques.

Le Japon paie des déséquilibres qu'il a alimentés

Jusqu'ici, une correction du prix des actifs internationaux, dans les pays émergents et aux Etats-Unis, apparaissait comme un risque induit par une reprise et une remontée des rendements au Japon. La déflagration s'est produite alors même que la probabilité de rendements plus attrayants au Japon s'éloignait et que les problèmes bancaires semblaient circonscrits. Enfin, la Banque du Japon comme la FED, ont continué l'une comme l'autre, à assurer la liquidité des titres publics détenus en portefeuille par les intermédiaires financiers. La rechute de l'activité a pu faire resurgir les craintes d'un effondrement du système financier japonais. Mais ce n'est pas la première fois depuis 1991 que le marché affronte ces craintes. Sans en être le déclencheur, le Japon a joué comme amplificateur de la crise régionale. D'une part parce que la faible qualité du bilan des intermédiaires financiers, liée à la défaillance des débiteurs nationaux, a encouragé un retrait massif des actifs nippons des zones à risque. D'autre part parce que la défiance à l'égard du yen a aggravé les risques de dévaluation en chaîne. Enfin, parce que la similitude des symptômes de crise entre le Japon et ses voisins, a affaibli les espoirs d'un rebond rapide de la zone.

Les secousses financières à travers le monde constituent dès lors un facteur aggravant de la crise nipponne. Depuis plusieurs années l'euphorie financière à travers le monde s'alimente du marasme japonais. Les premiers moments de la crise, avec son lot de faillites bancaires, avaient suscité une inquiétude sur le fait que le premier créancier du monde pourrait provoquer une pénurie de financement en liquidant une partie de son actif international. Les marchés ont par la suite incorporé le fait que la liquidité du marché monétaire et les excédents d'épargne de ce pays, diffusés au reste du monde

par la recherche de rendements des investisseurs nippons et le gonflement des réserves de change, nourrissaient l'abondance et un faible coût des fonds prêtables. Le premier créancier du monde a, en quelque sorte, réduit son train de vie plutôt que d'entamer son capital. Les marchés internationaux n'ont eu, en définitive, qu'à absorber les spasmes que suscitait de manière récurrente la réalisation de plus-values internationales lors de la présentation des bilans, à la fin de chaque année fiscale.

Cet apport de liquidité sur les marchés de titres a conduit à sous-estimer les risques, surtout sur les marchés émergents, et peut-être sur le marché américain. Le dynamisme suscité dans les deux principales zones d'exportation nipponne a d'abord amorti la crise. Mais le dégonflement de la bulle financière dans les pays émergents, et probablement aux Etats-Unis, laisse derrière elle des excédents de capacité productive, dont la rentabilité a été surestimée. Le Japon a exporté son problème de surcapacité, qui, généralisé à plusieurs zones du monde, dégrade aujourd'hui ses débouchés extérieurs. Ce problème de surcapacités régionales cherche sa solution dans une vague de dévaluations, à laquelle prennent part le yen, les devises émergentes, et dans une moindre mesure le dollar ; et que seul le débouché européen pourra absorber.

2. Prévisions pour 1998 et 1999

	1995	1996	1997	1998	1999
PIB *	1,4	4,1	0,8	-2,2	1,4
Consommation des ménages *	2,0	2,9	1,1	-1,5	0,9
FBCF totale *	0,5	10,1	-3,7	-7,4	0,1
Balance courante en % du PIB	2,2	1,4	2,3	3,2	3,3
Prix de détail *	-0,1	0,1	1,7	0,4	-0,3
Taux de change 1\$ = x yens	94,0	108,7	120,9	134,1	132,0

* Variation annuelle
Sources : EPA, prévisions OFCE.

Perspectives pour 1999

Le Japon a concentré au premier semestre de multiples chocs, externe, budgétaire (recul de l'investissement public), financier, qui donnent une perception excessivement noire de sa conjoncture. Il devrait au cours du second semestre échapper à la dépression cumulative, grâce à la fois à la dépréciation de son taux de change effectif, à l'injection de fonds publics dans le système bancaire et à la relance des programmes de travaux publics. La dépréciation du yen vis-à-vis des monnaies européennes et du dollar a déjà permis de limiter le recul des exportations totales, malgré une chute de près de 20 % des volumes vers l'Asie. La stabilisation de ces derniers, conjuguée à des rythmes de ventes proches de 20 % vers l'Europe, à une faible décélération du commerce vers les Etats-Unis et à la stagnation des importations, confèrera au commerce extérieur une contribution positive à la croissance en 1999. L'ajustement de l'investissement a été brutal et concentré (-10 % de baisse cumulée au premier semestre), allant très au-delà du recul programmé dans les plans d'investissement. On peut dès lors penser que ce dernier aura un impact moins dépressif. La stagnation des salaires et de l'emploi ne permettent pas, en revanche, d'anticiper un redressement de la dépense des ménages.

OLIVIER PASSET
Département analyse et prévision