

Ecofax

Les lois de l'économie ont-elles changé ?

L'Amérique reste l'exception

et sa conjoncture hors normes s'explique

par la conjugaison heureuse de facteurs uniques.

par Jean-Jacques Rosa

La troisième révolution industrielle, celle que nous vivons actuellement, a-t-elle aboli les limites habituelles de la croissance économique et de l'évaluation des actions ? C'est ce que l'on pourrait croire par ces temps de "nouvelle économie" et de multiples boursiers qui défient les estimations antérieures les plus audacieuses. La croissance américaine dément, dans sa neuvième année, toutes les prévisions de retournement ou de simple ralentissement. Elle continue d'échapper aux tensions inflationnistes qui se manifestent habituellement à la fin des longues périodes d'expansion. Et en dépit des avertissements prodigués depuis plusieurs mois voire plusieurs années, et en premier lieu par Alan Greenspan, les valeurs "high tech" continuent de battre tous les records connus en termes de valorisation des bénéfices : nous sommes très loin des cours de 25 ou 30 fois les bénéfices des sociétés "traditionnelles" du Dow Jones que les financiers jugeaient déjà irréalistes. Il s'agit désormais de capitalisations de 50 ou parfois 100 fois les bénéfices courants, et souvent de valeurs en forte croissance en dépit de pertes augmentant en même temps que les chiffres d'affaires.

Les cours des sociétés traditionnelles étant pratiquement stagnants à New York depuis près d'un an, la fièvre d'achat des valeurs "high tech" apparaît d'autant plus excessive et caractéristique d'une "bulle". Comme l'a signalé Paul Krugman, cette dernière s'apparente à un mécanisme dit de Ponzi, c'est-à-dire de "chaîne de lettres" ou encore de cavalerie. Il faut de nouveaux acheteurs toujours plus nombreux demandant une gamme de titres toujours plus réduite pour faire monter les cours et fournir aux vendeurs les plus values extraordinaires qui justifient les achats massifs indispensable pour soutenir des cours déjà mirifiques. Chacun parie sur le fait que plus optimiste que lui achètera encore plus cher demain ce qu'il vient de surpayer la veille. Il suffit que la hausse des cours se ralentisse pour que l'afflux d'une nouvelle clientèle se tarienne et que la baudruche se dégonfle. Chacun essaie alors de vendre au plus vite pour sauver ce qui peut l'être encore. L'achat "en catastrophe" ("panic buying") qui se manifeste actuellement, dans lequel chacun essaie de profiter en toute hâte des hausses dont il n'a pas pu bénéficier auparavant, risque alors de se transformer en vente "en catastrophe".

L'évolution n'est pas à proprement parler irrationnelle car il s'agit de profiter d'une hausse qui appelle plus de spéculation et nourrit la hausse. Mais elle implique une acceptation de niveaux de risques de plus en plus élevés, qui finiront par se réaliser. C'est d'ailleurs la définition même de la spéculation, à savoir une opération qui consiste pour un individu à augmenter volontairement le niveau de risque auquel il se soumet.

Mais les évolutions ne sont pas moins surprenantes en macroéconomie. L'accélération de la croissance américaine sans inflation notable semble enterrer définitivement les estimations d'un potentiel d'expansion limité à 2 ou 2,5 % conformément aux évolutions observées dans le passé. Et l'absence de tensions inflationnistes relègue la courbe de Phillips - la relation inverse entre le chômage et l'inflation - au magasin des accessoires. Le chômage continue de baisser sans que l'inflation n'augmente.

Mais faut-il vraiment abandonner les analyses macroéconomiques habituelles ? Notons en premier lieu que ni l'Europe ni le Japon n'échappent aux contraintes et relations exposées dans les manuels: En Europe une politique monétaire mieux adaptée aux besoins de la France et de l'Allemagne a relancé la croissance mais en faisant légèrement remonter l'inflation, ce qui a tiré ces deux pays du mauvais pas déflationniste où ils glissaient en 1998. Et dans les autres pays de l'Union qui ont un rythme de croissance plus soutenu comme l'Espagne, l'Irlande, le Portugal ou les Pays-bas, l'inflation accélère. Rien là que de très classique. Phillips n'est pas mort en Europe. Mais il ne l'est pas non plus au Japon où la récession qui n'en finit plus s'accompagne d'une montée du chômage et de déflation. Le parallélisme entre l'emploi et l'inflation continue à se vérifier dans la décroissance.

Le cas américain reste particulier. Mais il peut s'interpréter en termes traditionnels comme un choc d'offre qui a déplacé la courbe de Phillips mais ne l'a pas abolie. Le choc pétrolier des années 70 était un choc d'offre négatif: il réduisait les possibilités de croissance et d'emploi et augmentait le taux naturel d'inflation. Les Etats-Unis vivent actuellement au contraire un triple choc d'offre positif: en raison tout d'abord des dividendes de la paix qui leur ont permis de réduire les dépenses militaires suite à l'implosion de l'Union soviétique au début des années 90. Du fait ensuite de l'ouverture accélérée de l'économie mondiale et l'entrée en scène des nouveaux pays industriels qui accroissent l'offre mondiale des produits manufacturés classiques et empêchent ainsi les prix de monter dans les pays les plus avancés qui désormais les importent au lieu de les fabriquer eux-mêmes. Par suite, enfin, de la révolution des technologies de l'information qui ont fini, après deux décennies, par déterminer des progrès de productivité depuis longtemps espérés.

Ces trois facteurs de grande ampleur expliquent que l'offre puisse soudain augmenter et atteindre des rythmes de croissance exceptionnels sans provoquer les habituelles tensions inflationnistes. Mais cette conjonction heureuse de facteurs favorables n'abolit pas les régularités fondamentales de l'économie, pas plus qu'une éclipse ne traduit une modification des lois de la mécanique céleste. Au contraire les éclipses confirment la mécanique newtonienne au lieu de la défier, mais elles ne durent pas. Les conjonctions exceptionnelles restent exceptionnelles.

JJR

Le Figaro, 31 mars 2000