

Danger immédiat

Des mesures protectionnistes ou visant à réduire la mobilité des marchés de capitaux pour sauvegarder le dirigisme de change ne peuvent que nous conduire à une profonde dépression mondiale.

Que l'on ne nous dise pas, une fois encore, que personne n'avait su prévoir l'avis de tempête qui menace aujourd'hui l'économie mondiale. Il reste vrai que personne n'est capable de prédire le chiffre exact de la croissance ou de le rythme précis d'évolution des prix, et encore moins la date d'un retournement de la conjoncture. Mais les tendances qui affectent depuis plusieurs trimestres l'économie mondiale étaient, elles, clairement discernables. Plusieurs universitaires de renom, notamment aux Etats-Unis Paul Krugman, et John Makin de l'American Enterprise Institute (*Le Figaro* du 9 avril dernier), ainsi que de nombreux économistes de banques en Grande-Bretagne et en Allemagne, avaient souligné depuis longtemps la sévérité de la crise japonaise. Plus grave que ce que l'on pensait au départ, elle allait affecter inévitablement les économies américaine et européennes.

D'autre part, les spécialistes de la finance jugeaient le plus souvent que les marchés boursiers avaient atteint des niveaux insoutenables et feraient tôt ou tard l'objet d'une correction majeure à la baisse.

Il était assez clair, dans ces conditions, que la poursuite des politiques de désinflation au niveau mondial pouvait déboucher sur une contagion internationale de la récession à partir du foyer asiatique, doublée d'une crise boursière de grande ampleur qui ne ferait qu'aggraver le ralentissement en réduisant le pouvoir d'achat des épargnants et la volonté d'investir des entreprises.

Depuis le début de l'année, j'avais analysé à plusieurs reprises dans ces colonnes ("Danger désinflation", le 29 janvier, "La crise annoncée des marchés d'actions", le 13 mars, et "Signes de déflation", le 3 juillet) ces évolutions menaçantes qui, créant les conditions d'une conjonction potentiellement dangereuse d'un krach boursier et de ralentissements conjoncturels dans un contexte international d'excès de capacité généralisés, poussaient vers la déflation et pouvaient se conjuguer en une dépression mondiale.

Nous avons fait, au cours des dernières semaines, plusieurs pas dans cette direction.

Dégradation mondiale

Les prévisionnistes ont, pour la deuxième fois en quelques mois, réajusté à la baisse le chiffre

de la croissance mondiale attendue. De 4% l'an dernier elle avait été estimée, dans un premier temps à 3 % pour 1998. Mais on ne compte plus guère aujourd'hui que sur 2%. Dans le même temps le prix des matières premières continue de plonger, phénomène déflationniste qui n'est d'ailleurs pas étranger à la débâcle de l'économie russe.

Les baisses substantielles se succèdent à Wall Street, annulant les hausses antérieures de l'année, mais aussi en Europe dont les bourses, nous disaient les propagandistes officiels, "étaient protégées d'un krach par l'Euro", remède miracle bien connu ! Et la chute des cours n'est pas achevée pour l'instant si l'on se réfère aux fourchettes de prix "normales", dans le moyen terme, que justifierait le niveau actuel et prévisible de profit des entreprises. En dépit des gloses sur la "meilleure tenue" des places européennes qui fait que Paris n'a perdu "que" 17 % pendant que Wall Street cédait 20 %, nous nous trouvons bien devant un ajustement sévère dont l'ampleur correspond aux prévisions des experts et ne peut, à politique macro-économique inchangée, que se répercuter sur l'économie réelle.

Le mot est désormais lâché par les commentateurs: il se peut que nous allions à brève échéance vers une récession mondiale, et peut-être même une dépression majeure.

Désinformation et propagande

Contre l'évidence, les responsables politiques et les dirigeants de Bercy ont engagé leur appareil de propagande dans une opération tenant de la méthode Coué pour tenter de nous faire croire que l'Asie était bien loin et que la crise ne se propagerait pas. Démentis par les faits ils nous ont assuré que nous étions à l'abri puisque nous avions renoué avec une croissance forte et soutenue, montant en épingle une très légère décroissance du chômage due pour part au "traitement" statistique et "social", et pour le reste à la légère accélération de la mi-1997 résultant elle-même de la hausse du dollar, c'est-à-dire la dépréciation du franc à cette époque. Le lancement de l'Euro, affaire réglée, allait donc se faire dans l'euphorie et serait soutenue par une expansion plus forte que jamais qui en démontrait le bien-fondé.

Contre l'évidence Dominique Strauss-Kahn évoquait encore en juillet une croissance à 3,2 % pour 98 alors que le dernier chiffre connu, celui du premier trimestre de cette année, n'atteignait que 0,6 %, traduisant une décélération régulière depuis le sommet de 1,1 % atteint au deuxième trimestre de 97. Comme beaucoup de conjoncturistes annonçaient timidement, entre les lignes (Bercy oblige !), une décélération de l'activité au deuxième semestre, il n'apparaissait déjà pas possible avant l'été de prévoir une croissance conforme aux 3 % officiels, ni même aux 2,8 % de certains instituts privés. Et 1999 doit se situer nettement en deçà compte tenu de nos politiques qui restent restrictives et de la contraction de la demande extérieure, ce qui augure d'une remontée prochaine du chômage.

On a vu également ce qu'il advenait des prévisions boursières officielles et des vertus préventives de l'Euro. Tout cela traduit un inquiétant dysfonctionnement de notre système politique et une perversion, non moins préoccupante pour une démocratie, de notre système

d'information. Il semble que pour nos "responsables" le discours, convenablement contrôlé, soit capable à lui seul d'infléchir les réalités, à volonté, signe d'une coupure presque complète de nos "élites" d'avec les réalités économiques.

C'est le même aveuglement de ces milieux que l'on attendrait mieux informés, qui est à la source aujourd'hui, face à la crise, du principal danger.

Brider les marchés ?

A nouveau, comme en 1930, certains sont tentés d'accuser les marchés pour se réfugier dans des mesures protectionnistes et de dirigisme de change en isolant l'économie nationale, ou continentale, de la contagion récessionniste. C'est un dangereux contre-sens et un "remède" qui ne peut qu'aggraver le mal. L'interdépendance des économies, corollaire de leur ouverture à l'échange international, reste une condition indispensable de la prospérité et le développement des marchés mondiaux n'est responsable ni du marasme japonais, ni des krachs boursiers.

Les marchés et les prix ne font que refléter les réalités économiques sous-jacentes. Le problème auquel nous nous trouvons confrontés est celui d'un excès de capacité généralisé de nombreux secteurs et de nombreuses entreprises arrivés à maturité simultanément dans plusieurs pays, en raison des récentes mutations des technologies et des produits.

Dans le même temps, les gouvernements et les banques centrales ont adhéré de façon unanime au dogme de la désinflation alors même que l'inflation était presque partout en voie de disparition. Les autorités responsables de la politique macro-économique ont ainsi transformé des excès de capacité qui, dans une économie en expansion, pouvaient se résorber progressivement par la restructuration des entreprises et la réorientation des capitaux, en tendances déflationnistes qui ont empêché cette adaptation.

Dans une telle situation l'épargne excédentaire ne se dirigeant plus vers l'investissement réel s'oriente à l'international et vers les placements financiers, ce qui détermine les flambées de prix des actifs observées dans les années 90.

C'est en somme le contraire de ce qui a été réussi par les Etats-Unis dans les années 80. Les entreprises y ont mis en œuvre une courageuse restructuration pendant que les autorités publiques pratiquaient des déficits massifs qui ont opéré une relance keynésienne de l'économie avec l'aide du Système fédéral de réserve qui se lançait dans une politique d'argent à bon marché avec des taux d'intérêt d'intervention au voisinage de zéro qui ont permis une baisse substantielle du dollar dans la phase initiale de l'opération. Il s'en est suivi la brillante performance que l'on sait. Le Japon, confronté aux mêmes problèmes n'a pas su adopter une aussi bonne politique. La restructuration a été ralentie par le monolithisme du système bancaire et le conservatisme économique, les déficits n'ont pas suivi ceux des Etats-Unis, la politique monétaire n'a pas été

relâchée aussi rapidement ni aussi massivement qu'en Amérique, et cette dernière a fait pression sur Tokyo pour que le yen ne se déprécie pas trop. D'où un marasme chronique, une politique financière insuffisamment expansionniste qui a fini par faire éclater la "bulle" des marchés d'actifs, mais sans effet positif sur une économie réelle toujours aux prises avec des excès de capacité non purgés.

Les capitaux japonais se sont engouffrés, avec des fonds américains et européens, vers les autres "dragons" de la région, déterminant un surinvestissement d'autant plus dangereux que ces pays ont fixé, "définitivement", la parité de leurs monnaies par rapport au dollar, interdisant à l'exportation de venir soulager la pression des excédents de production. Lorsque les parités sont devenues trop manifestement irréalistes, en Thaïlande ou en Corée, les crises de change sont intervenues, sanctionnant ces erreurs de politique.

En Europe, les politiques désinflationnistes accompagnant la constitution de l'Euroland ont freiné les adaptations structurelles, pénalisé la croissance et conduit les économies au bord de la déflation.

Au total, la responsabilité des évolutions en cours est, face à des mutations structurelles rendues indispensables pour les entreprises par le progrès technologique, avant tout celle de politiques déflationnistes complètement inadaptées, qui correspondaient à la situation des années de haute inflation (73-85) mais ont été poursuivies au delà du raisonnable, alors même que l'inflation avait pratiquement disparu.

A l'époque, les dirigeants français suivis par d'autres européens ne voyaient de salut que dans l'Étalon-or et condamnaient sans relâche les "dévaluations compétitives", source, à leurs yeux, de tout le mal. Barry Eichengreen a montré de façon convaincante la responsabilité de ce système dans le passage de la crise de 1929 à la grande dépression des années suivantes. Les parités de change "définitivement fixes" jouent aujourd'hui pour les pays de l'Euroland le même rôle que le Bloc-or dans l'entre-deux guerres. Elles s'opposent à la reflation et en pénalisant la croissance européenne, elles contribuent à aggraver la crise mondiale.

Aujourd'hui, alors que nous sommes sur l'obstacle, nos commentateurs orthodoxes, après avoir respecté la consigne officielle du "tout va bien" et du "tout ira mieux demain" au cours des derniers mois et des dernières années, profitent des circonstances pour essayer de remettre en cause l'ouverture de l'économie mondiale, réelle et financière, en faisant porter la responsabilité des événements au mécanisme de prix et d'échanges libres.

A priori hostiles aux marchés ils continuent à prôner le dirigisme de change, l'Euro n'étant que sa forme actuelle qui a pris le relais de l'étalon-or des années 30. Plutôt que de renoncer à ce dernier avatar du dirigisme des prix, dont les ravages viennent d'être avérés en Thaïlande et en Corée, en Argentine et demain en Chine, ils proposent de rétablir le contrôle des changes, ou à tout le moins d'imposer les mouvements de capitaux internationaux pour les ralentir et les amoindrir.

Or nous savons que c'est la politique de protectionnisme, conduisant en fait à la "purge" des entreprises, et de déflation de change qui a causé l'effondrement plus long et plus marqué dans les pays du bloc-or dans l'entre-deux guerres par rapport à ceux qui ont adopté plus tôt le régime des changes flottants (ce que j'explique plus en détail dans *L'erreur européenne*, Grasset 1998). Ne recommençons pas les mêmes dramatiques erreurs.

Le danger immédiat, dans un contexte international dégradé, vient d'abord des politiques de changes administrés et de la déflation simultanée qui peut en résulter dans les principales économies du monde. Déjà, le Japon ne peut plus sortir seul de la crise. Ni les autres pays asiatiques dont le poids économique est bien moindre. En réalité, la dépréciation des monnaies de la région est un bienfait et non pas un obstacle au rétablissement et le FMI a sensiblement aggravé les difficultés de ces pays en exigeant l'application d'une politique de défense des parités et "d'assainissement bancaire", comme l'a justement souligné Jeffrey Sachs.

Responsabilités européennes

Il est temps encore pour les européens surtout, mais aussi les américains, dont les économies représentent avec celle du Japon l'essentiel de l'activité mondiale, de soutenir leurs entreprises en allégeant fortement les impôts et en réduisant sans hésitation les taux d'intérêt d'intervention des banques centrales. Ce qui implique pour les premiers de renoncer au dogme des changes fixes et de l'Euro.

En Europe, nous vivons en direct un cas d'école parfaitement décrit dans les manuels, celui d'un choc "asymétrique" affectant différemment les économies du continent: le Danemark et l'Italie ne sont pas touchés par la crise asiatique et boursière comme l'Allemagne ou l'Espagne. Ce qui rend dangereuse et intenable la politique monétaire unique, et restrictive de surcroît. Le lancement de l'Euro risque d'être écarté, ou retardé, ou de se faire à géométrie réduite (sans l'Italie, et peut-être sans le Danemark). Et c'est tant mieux parce que la monnaie de Francfort et ses gestionnaires hyper-conservateurs risquent de nous priver de toute capacité de réaction rapide face à la crise mondiale qui est à notre porte.

C'est l'avertissement par lequel je concluais mon article de juillet : "la politique monétaire et budgétaire (nationale) conserve son pouvoir pour stimuler l'économie, ou au moins ne pas lui nuire, tant que la variation des prix est positive et que la croissance poursuit sur son erre. Mais lorsque la récession et la déflation sont dans la place, le redressement est infiniment plus difficile".

Y a-t-il chez nous quelques européens raisonnables pour écouter ?

JJR

Le Figaro, 4 septembre 1998