

Graphique 1 : Les fondamentaux de l'économie US.

8 années et demi de croissance (à près de 4 % pendant deux ans et demi)

la courbe de Phillips ne fonctionne plus du tout. Le chômage est à son point le plus bas depuis 30 ans.

Une période exceptionnelle. Taux de croissance élevé, inflation de modicité ce qu'elle était il y a trois ans.

A contraster avec les prévisions. Rappelez-vous il y a un an...

A Euro 92 : Scitiaux, Chevallier, Gave.

Davos, Soros....

Rosa, Makin (AEI), Krugman,... (déflation)

A contraster avec tous les modèles cycliques précédents. L'économie US ne répond plus du tout selon les critères habituels.

Graphique 2 : Le Dow Jones

Juste un peu plus de 6000 quand Greenspan a dénoncé " l'exhubérance irrationnelle du marché " (novembre 1996).

Graphique 2 b : Dow Jones : la correction de l'été

De l'ordre de 10 %

Maximum de 12/13 %

La remontée d'Octobre (dernier chiffre pour le 1^{er} novembre)

Le sombre scénario du décrochage (la bulle qui crève) ne s'est pas produit. Si vraiment il y a une bulle, il aurait du se produire.

Graphique 3 : Comparaison avec le Japon et l'Europe..

Production industrielle 1990 = 100

En 1992, tout le monde part à peu près du même niveau.

Aujourd'hui, les USA + 37 %, l'Europe + 13 %, le Japon - 3 %

DEUX THESES

1. Les inquiets :

Trop beau pour ça dure

Addition de facteurs exceptionnels

La crise asiatique

Baisse des matières premières

Dévaluation des monnaies asiatiques (importations bon marché)

Intensification de la concurrence (désynchronisation des conjonctures mondiales)

Calme salarial

Bas taux d'intérêt

Ca ne va pas durer

Effet de domino de la crise asiatique (les USA envahis par les exportations asiatiques, baisse forte du dollar, renvoi de la balle vers l'Europe concurrencée par les produits américains. (On sait ce qu'il est advenu concernant la tenue du dollar et de l'euro))

L'effet de la " bulle boursière " : l'inflation n'est plus dans les biens, mais dans les actifs. Les actions atteignent des niveaux absurdes. Le retour des craintes d'inflation va faire monter les taux, qui vont faire baisser bourse. La croissance US est principalement tirée par la consommation, elle-même soutenue par " l'effet de richesse " (dépenser sa plus-value, endettement accru auprès des banques). La baisse de la bourse va provoquer un " effet richesse " à rebours. On aura une dégringolade (krach) à Wall Street débouchant sur une violente récession.

C'était le scénario de HSBC au début de l'été.

Réponse : je ne crois pas à l'effet richesse. Son ampleur dépend de la politique monétaire (voir plus loin, fin de l'exposé). Essentiellement un transfert d'actifs au profit des investisseurs étrangers.

2. Les optimistes : la " godlilocks economy ", le nouveau paradigme...

Une nouvelle révolution industrielle aux USA

Une explosion de productivité

Conséquence de vingt ans de reaganisme et supply-side , de dérégulation + le savoir faire exceptionnel de Greenspan.

Avec la révolution informatique, l'Amérique a changé de moteur industriel.

Se traduit par une hausse durable du taux de croissance potentiel de l'économie US : productivité + 1%

Croissance + 1%

LA QUESTION : QU'EN SAIT-ON ? DES PREUVES ?

QUI A RAISON ?

Graphique 4 :

Le contraste.

Montre une chose essentielle : la croissance américaine est une croissance menée par l'investissement, par l'offre. A partir de 1997, ce gigantesque effort d'équipement (les gains de productivité réalisés par l'industrie sous forme de prix qui baissent) se déverse dans la consommation.

On revient à un cycle classique, un cycle " sain ".

On est définitivement sorti des politiques keynésiennes de l'après guerre : la croissance par la demande c'est fini.

CE N'EST PAS LA DEMANDE QUI FAIT LA CROISSANCE (et donne une croissance stable).

La théorie des économistes classiques se trouve validée.

Graphique 5 :

Les gains de productivité, parlons-en.

Notez le caractère atypique du taux d'utilisation des capacités. Il est au plus bas après plus de huit années de croissance. C'est presque le taux d'une récession !

Notez la rupture de 1995. Jusque là il se comporte normalement. Puis tout d'un coup plus rien ne se passe comme on pouvait s'y attendre en fonction des expériences passées.

Graphique 6 :

L'explication, on la trouve dans la courbe de la productivité.

Là encore un comportement atypique. Alors que la productivité devrait baisser avec l'avancement du cycle, elle explose :

Productivité 1946-73 : + 3,0 % par an

1974-94 : + 1,0 %

1995-98 : + 2,1 %

QU'EST-CE QUI SE CACHE DERRIERE ?

EST-CE UN PHENOMENE DURABLE ? POUR COMBIEN DE TEMPS ?

Graphique 7 :

Un graphique étonnant

Montre que la croissance américaine est un phénomène bien spécifiquement localisé dans les technologies nouvelles (ordinateurs, informatique, télécoms, high tech)

Croissance par l'investissement, oui, mais par n'importe quel investissement.

Une économie duale

Quelle est la part quantitative de cette high tech dans la croissance ? Mesure ?

Graphique 8 :

La réponse est donnée dans le graphique 8.

Le grisé donne la part du taux de croissance qui provient de la high tech. On observe bien le décrochage de 1995.

Pourquoi 95 ? 1994 l'année du Pentium Intel + Windows 95.

Graphique 9/10 :

Dernière caractéristique de cette croissance : le rôle des PMI.

L'explication on la trouvera plus loin.

-

Graphique 11 :

Retour au graph 8

Comment a-t-on calculé la part de la high tech à la croissance ? En faisant une série d'opérations et de corrections complexes parce que ce secteur pose un problème de mesure.

Ce problème est double :

- à prix constant, les performances (donc la valeur du service rendu) ont été multipliées par des chiffres énormes (un microprocesseur de 1999 contient 4130 fois plus de transistors qu'en 1971)

- à performance égale les prix ont considérablement baissé

Double correction (en volume, en prix).

On obtient le graph 12.

-

-

Graphique 12 :

Contribution effective : calculée à partir des séries officielles des ventes.

Contribution réelle : calculée à partir des séries corrigées pour effets de volume et effets de prix.

Une fois de plus on retrouve la césure de 1995 : le décollage.

Résultat : sous-évaluation de la part informatique dans le PNB :

Officiellement 3,4 %

En réalité 8,7 %

Sous-estimation de 5,3 %

Ces problèmes de séries statistiques ont une conséquence macro-économique.

Les matériels informatiques sont des " inputs ". Ils entrent dans les coûts des autres secteurs industriels. Comme leur valeur réelle est sous-estimée dans les chiffres de la comptabilité nationale, cela signifie que la valeur des coûts des autres secteurs clients est elle aussi sous-évaluée. Donc qu'ils vont faire apparaître une productivité industrielle plus élevée.

Voilà la source du saut de productivité de 1995.

Robert Gordon a calculé que le seul secteur de la fabrication des ordinateurs, par le double effet des performances et la baisse des prix ; explique à lui seul 90 % du surcroît de productivité (+ 1%) observé depuis 1995.

Cette information est à la fois une bonne et une mauvaise nouvelle :

- Mauvaise : signifie que l'informatique n'a pas encore révolutionné la productivité interne des organisations économiques. Le grand bond en avant dont on crédite les technologies modernes n'est pas encore vraiment là. La révolution reste un phénomène de " hardware ", donc de productivité classique, mais pas de " soft ".

- Bonne : parce que signifie que le phénomène déflationniste en cours depuis 1995 continuera à se manifester aussi longtemps que la Loi de Moore continuera à s'appliquer (la puissance des microprocesseurs double tous les deux ans ; croissance géométrique de la valeur du service rendu par l'équipement informatique).

MA CONCLUSION : IL Y A DE LA MARGE POUR QUE L'AGE D'OR ACTUEL CONTINUE ENCORE AU MOINS QUELQUES ANNEES (réponse technologique ?)

SCENARIO VERTUEUX : la pression déflationniste des secteurs de high tech rend plus facile le travail du réglage monétaire en compensant le retour des pressions inflationnistes dans d'autres secteurs. Le maintien de la stabilité des prix nécessite, toutes choses égales par ailleurs, un moindre hausse des taux d'intérêt. Donc moins de répercussions sur l'économie réelle. Freinage de la croissance moins sensible.

A condition toutefois qu'il n'y ait pas de fausse manœuvre monétaire. C'est là qu'intervient tout le génie de Greenspan. Expliciter sa politique : ne pas prendre les anticipations du marché à contrepied.

CELA DIT, DERNIER POINT :

La découverte de Robert Gordon est elle-même contestée.

On aurait déjà des preuves de ce qu'il y aurait un progrès plus fondamental de la productivité lié à l'évolution des techniques d'organisation. (VOIR GRAPHIQUE).

Concerne la mesure de la productivité horaire dans les industries de biens durables. La pénétration de l'ordinateur et des nouvelles techniques y est plus ancienne et plus profonde. Donc plus significative.

Qu'est-ce qu'on constate ?

Croissance productivité 1980-1989 : + 3,2 % par an

1990-1998 : + 5% par an

Si on généralise aux autres secteurs économiques, l'informatisation serait bien un facteur de relèvement du taux de croissance américain à long terme.

L'évaluation du FED : de 2 % par an à 3,2 % par an (voire 3,5)

Peut-on en dire autant pour l'Europe ?

Probablement pas : elle plafonne à 2 % et va continuer tant que réformes structurelles pas vraiment entreprises.

Dans l'avenir cette asymétrie entre les deux rives de l'Atlantique va poser de sérieux problèmes qui mériteraient d'être étudiés.

PASSAGE SUR LA POLITIQUE MONETAIRE ET GREENSPAN

Graphiques N° 18,19,20

Je me suis concentré sur la productivité.

Changer maintenant mon angle de focalisation.

Derrière tout cela, il y a autre chose : LA REVOLUTION FINANCIERE AMERICAINE.

Ce qu'on appelle la désintermédiation.

Vous dire rapidement de quoi il s'agit. En tirer les conséquences macro-économiques, car je crois qu'il y en a.

Graphiques 13 – 14 – 15 - 16:

Série de graphiques qui illustrent le recul des banques dans l'activité financière

- sur le plan des prêts à l'économie
- sur le plan de la collecte des dépôts

Quelques chiffres tirées d'un livre de l'AEI " The New Finance ", Franklin

Edwards :

- depuis 1974, la part cumulée des banques et caisses d'épargne dans le total des moyens de financement attribués aux entreprises non financières est tombé de 55 % à moins de 32 %.

- Au cours des cinq dernières années, les américains ont placé près de la moitié de leur épargne liquide dans des SICAV (Mutual Funds) et non plus dans des comptes bancaires.

- En 1980, le papier commercial (financement direct sur le marché) représentait seulement 20 % des prêts bancaires à l'économie ; en 1994, le chiffre était de 40 %.

- Alors qu'en 1980, le marché du papier commercial ne représentait que moins de 6 % des sommes empruntées par les entreprises auprès des banques, en 1994 le chiffre était passé à plus de 17 %

EN GROS , LES BANQUES US ONT PERDU 1/3 DE LEUR MARCHÉ AU BÉNÉFICE D'ORGANISMES FINANCIERS NON ASTREINTS AUX MÊMES CONTRAINTES RÉGLEMENTAIRES.

- rendent désormais à peu près les mêmes services (cash, liquidité)
- rémunèrent plus les dépôts ;
- prêtent moins cher,
- car la non réglementation signifie des coûts moins élevés.

Les banques se sont retrouvées dans un contexte concurrentiel auquel elles n'étaient pas habituées. Diminution de leurs bénéfices. Fusions et concentrations. Et surtout prise de davantage de risques sur des marchés dont elles n'étaient pas spécialistes.

Graphique 17 :

LES CONSÉQUENCES MACRO-ECONOMIQUES DE CETTE MUTATION FINANCIÈRE :

VERS UNE MOINDRE VOLATILITÉ CYCLIQUE

UNE MOINDRE INSTABILITÉ MACROECONOMIQUE.

Quelle est l'origine des cycles économiques ?

Cf conférence de NATAF

Ceux-ci sont liés à l'expansion artificielle de crédit bancaire dont le financement est

assuré non seulement par l'émission de billets mais aussi et surtout par l'émission de monnaie scripturale matérialisée sous forme de dépôts non rémunérés. (Mécanisme du MULTIPLICATEUR BANCAIRE).

Cette création à partir de rien maintient le taux d'intérêt en-dessous du taux naturel et fausse les signaux économiques (fait croire qu'il y a plus d'épargne réelle disponible – malinvestissement).

L'origine de ce phénomène est liée au régime des banques centrales et à la présence d'une réglementation (qui limite les possibilités d'entrée et réduit donc la concurrence).

Que se passe-t-il lorsqu'il y a banque libre (non réglementée) ?

Les banques rivalisent pour la capture des dépôts (matière première du crédit). Sont obligées de les rémunérer. Donc grèvent leurs coûts. Donc réduit la production de monnaie. Fait : monter les taux d'intérêt au taux naturel.

Lorsque le marché est réglementé (cartellisé) : moins de concurrence. Pas besoin de rémunérer les dépôts. Donc coûts de production moindre. Donc offre plus abondante. Qui maintient les taux d'intérêt plus bas que le taux naturel.

A partir de là, boom artificiel, donc bust.... Etc. Le cycle conjoncturel. Celui-ci est un produit de l'existence des banques centrales.

Le nouveau monde financier se rapproche de cet idéal. Encore loin. Mais concurrence qui contraint à rémunérer les dépôts...

Par ailleurs, changement de GOUVERNANCE.

La banque prête de l'argent qui n'appartient à personne.

L'organisme financier prête de l'argent qui appartient à quelqu'un.

Les bilans plus transparents que les bilans bancaires

Banques : information personnalisée. Asymétrie d'information. Conflits d'intérêts. (défaillances du marché).

Mutual funds : produit de la révolution électronique. N'interviennent que sur des marchés de produits hautement standardisés où l'appréciation fine du risque est moins une affaire d'information individualisée que le produit de l'application de techniques sophistiquées de calculs et de modélisation reposant sur la collecte intensive d'informations statistiques (score rating).

Il en résulte que leurs actifs qui figurent dans les bilans sont plus transparents que ceux du bilan des banques. La standardisation des produits leur confère une beaucoup plus grande liquidité. Leur valeur fait l'objet d'une cotation quotidienne sur des marchés spécialisés. On ne retrouve aucune des caractéristiques d'opacité et d'illiquidité qui, en cas de gros incident sur un marché, exposent les banques aux réactions de déposants inquiets sur la solidité de l'établissement auquel ils ont confié leurs fonds.

Pas de risque de panique. Donc, paradoxalement, plus de sécurité.

DONC, toutes choses égales par ailleurs, l'économie de capitaux accumulera moins de mauvaises créances potentielles qu'une économie fondée sur une pyramide de crédits bancaires.

DONC , ECONOMIE DE MOINDRE SENSIBILITE CYCLIQUE.

C'est déjà ce que l'on observe. Cf graphique.

DONC, MOINDRE PRIME DE RISQUE SUR LES ACTIONS

Si la prime de risque associée à des achats d'actions diminue, toutes choses égales par ailleurs – c'est à dire à profits constants (anticipés) – le prix de l'action va monter puisque le flux de cash flow net anticipé augmente.

Il y a vingt ans, la prime de risque était de l'ordre de 7 %. Aujourd'hui, selon certains calculs, elle n'est plus que de 3 %.

Si elle tombait à zéro, les P/E ratios offerts par le marché seraient 3 fois plus élevés (en moyenne 100), et le Dow Jones serait à 36 000 (cf le livre de Glassman).

On n'ira pas jusque là. Mais si la baisse de la prime de risque, conséquence de la moindre volatilité cyclique de l'économie, est réelle, il faut alors en tirer la conclusion que les prix apparemment exorbitants du marché sont justifiés, et donc qu'il n'y a pas de " bulle boursière ".

Donc qu'il ne faut pas craindre la grande crise économique qui résulterait d'un effondrement de la bulle.

Sur ce sujet voir le document " Les secrets de l'économie US "

