

Le prix de la bulle spéculative*

par **Dean Baker**

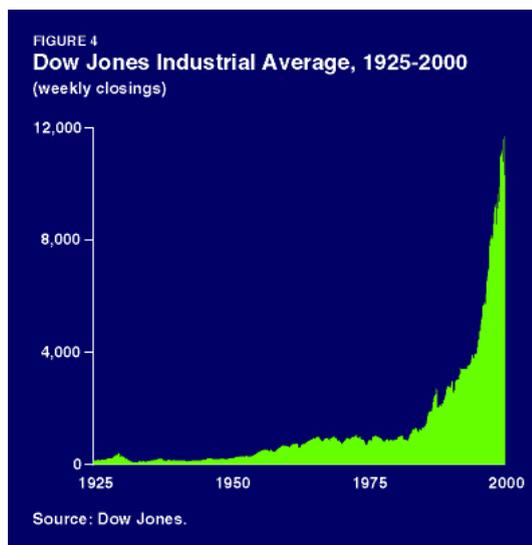
co-directeur du Centre de recherche économique et politique à Washington, D.C
CEPR - Center for Economic and Policy Research

Traduction par **ATTAC**

Sylvie Guillocheau, Sabrina Sebti, Philippe Vandel, Gérard Robin. Frédéric Champion, coeditrad@attac.org

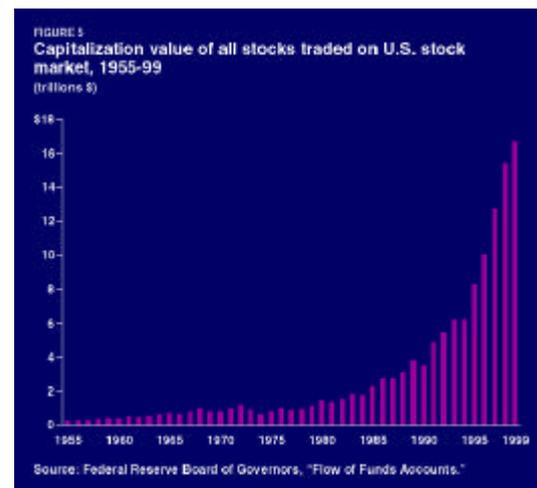
Présentation

Devant l'augmentation des cours de la bourse de ces quatre dernières années, la plupart des économistes s'accordent à reconnaître que la bulle ainsi créée n'est pas viable. Le rapport entre les cours de la Bourse et les bénéfices des sociétés a culminé au début de l'année à plus de 30 pour 1, ce qui représente plus du double de la moyenne historique, qui était d'environ 14,5 pour 1 au cours de ces cinquante dernières années. Ce rapport record entre cours et bénéfices s'explique d'autant moins que la plupart des prévisions à moyen terme révèlent une croissance très faible des bénéfices. Ainsi, le Bureau du budget du Congrès américain, le CBO, prévoit que les bénéfices réels seront inférieurs de 10 % en 2010 par rapport à aujourd'hui.



Si ces prévisions sont exactes, cela signifie que les titres boursiers sont très largement surévalués. En s'appuyant sur diverses hypothèses relatives à la croissance future

des bénéfices et aux primes à long terme sur l'émission d'actions par rapport aux bons du Trésor américain, cet article montre que la surévaluation est de l'ordre de 8 à 13 000 milliards de dollars. Une telle surévaluation boursière va avoir des conséquences graves sur le reste de l'économie et cet article en présente certains effets prévisibles.



La conséquence la plus tangible de la bulle spéculative est le déclin de l'épargne nationale due à l'effet de richesse. On estime généralement que chaque dollar de la bourse génère 3 ou 4 cents de consommation supplémentaire. Selon la théorie économique traditionnelle, cette consommation supplémentaire remplace l'investissement et les exportations nettes, exactement de la même manière qu'un déficit budgétaire. Une extrapolation simple montre que la consommation créée par la bulle spéculative a annulé entre 460 et 960 milliards de dollars d'investissement et d'exportations nettes au cours de ces six dernières années. Cette consommation supplémentaire a aujourd'hui les mêmes

conséquences négatives sur l'épargne nationale qu'un déficit budgétaire de 320 milliards de dollars.

Si l'on en croit la théorie économique traditionnelle, cette perte d'épargne a réduit le montant des investissements aux États-Unis. Elle a en outre joué un rôle majeur dans le déficit commercial, qui a entraîné les États-Unis à s'endetter considérablement vis-à-vis des autres pays. Les États-Unis empruntent actuellement à l'étranger près de 450 milliards de dollars par an. Ces sommes auraient pu contribuer à l'investissement dans les pays en voie de développement. Les habitants de ces pays payent donc très cher le prix de la bulle spéculative américaine.

La deuxième conséquence grave de la bulle est une évaluation erronée du salaire réel. Les erreurs sont engendrées par la bulle de deux manières distinctes. Un grand nombre de salariés touchant des salaires élevés, en particulier dans les hautes technologies, touchent une partie importante de leurs revenus sous forme de stock options. Dans un contexte boursier favorable, ces options prennent de la valeur. Si ces salariés incluent la valeur anticipée des stock options dans leurs exigences salariales, ils attendront donc un salaire réel bien supérieur à ce que leurs employeurs seront capables de leur verser un fois le marché stabilisé. Une étude menée par le Conseil de la Réserve fédérale américaine (Federal Reserve Board) estime que la hausse des valeurs boursières aurait pu accroître les revenus du travail de 2 % de 1994 à 1998.

La deuxième manière dont la bulle peut entraîner une évaluation erronée du salaire réel est l'impact de celle-ci sur le cours du dollar. L'énorme déficit commercial entraîne en effet une surévaluation de celui-ci de 20 à 30 %. Cette surévaluation accroît le salaire réel tant que le dollar fort maintient le prix des importations à un niveau bas. Mais lorsque le dollar reprendra sa valeur normale, l'inverse se produira : sa chute entraînera une augmentation du prix des importations et une baisse du salaire réel. La baisse du dollar pourrait diminuer la valeur du salaire réel de 1,5 à 2,2 %.

Les conséquences éventuelles des deux effets qui viennent d'être décrits sont très importantes. La théorie traditionnelle du Taux de chômage non inflationniste (NAIRU) se basait sur l'hypothèse que les salariés avaient une perception erronée du vrai salaire réel en période d'inflation. S'ils attendaient un salaire trop élevé, il fallait maintenir un taux de chômage supérieur au NAIRU pendant un certain temps afin de les obliger à réviser leurs attentes à la baisse. La méthode empirique précisait que pour faire diminuer les attentes de 0,5 %, il fallait que le taux de chômage soit supérieur au NAIRU de 1 % pendant un an. Si l'on cumule les effets des stock options et de la surévaluation du dollar, le salaire réel attendu pourrait être supérieur de plus de 3 % à ce qui est envisageable après le réajustement du dollar et de la Bourse. Selon la théorie du NAIRU, ceci entraînerait la nécessité de maintenir un taux de chômage supérieur de 1 % au NAIRU pendant six ans (ou de 6 % pendant un an), afin que le salaire attendu reste dans les limites de l'économiquement possible. Les principes de base de la théorie du NAIRU sont certes très discutables, mais les économistes qui l'approuvent n'en devraient pas moins s'inquiéter des conséquences de la surévaluation boursière.

La bulle spéculative se paye également par le montant des placements éventuellement mal dirigés, puisque les actions n'étaient pas toutes surévaluées dans les mêmes proportions. On s'aperçoit aujourd'hui que les titres sociétés sur Internet étaient largement surévalués, ce qui signifie que des dizaines, voire des centaines ou des milliards de dollars, qui auraient pu être investis de manière productive, ont été gaspillés dans des opérations hasardeuses. Ces investissements ont probablement manqué à de nombreuses sociétés des secteurs traditionnels qui éprouvent des difficultés à attirer des capitaux depuis quelques années. Cette conséquence a été aggravée par la hausse du dollar qui a rendu la concurrence étrangère encore plus rude pour ces sociétés. Le volume des investissements ainsi mal orientés ne pourra être estimé qu'après correction du marché, mais on peut d'ores et déjà supposer qu'il est élevé.

La bulle a entraîné une redistribution notoire de la richesse et des revenus au sein de chaque génération et entre elles. A l'intérieur d'une même génération, ceux qui étaient directement employés dans les secteurs liés à la bulle bénéficiaient d'un avantage. Mais beaucoup d'autres ont été lésés au profit de ces derniers. L'illustration la plus frappante de ce phénomène est l'explosion des prix immobiliers des régions telles que Silicon Valley et Seattle, où sont implantées bon nombre de sociétés se consacrant aux hautes technologies. Ceux qui avaient peu d'intérêts dans ces sociétés ont subi les effets de l'inflation immobilière causée par ceux qui en détenaient des parts substantielles.

Les conséquences sur les générations seront certainement très importantes. Une génération de salariés peut vendre ses titres à un prix élevé à des salariés plus jeunes, dont le retour sur investissement sera incroyablement bas. On peut raisonnablement estimer que, pour les salariés aux revenus moyens, les pertes dues à l'achat de titres à un prix surévalué dépasseront probablement l'ensemble des augmentations de retenues de Sécurité Sociale prévues à l'heure actuelle. Ainsi, un(e) salarié(e) qui a commencé à placer 1 000 dollars par an en 1995 perdrait de 4 000 à 17 000 dollars d'ici 2010 à cause de la bulle. Le pire qui puisse lui arriver est un réajustement progressif vers la valeur réelle du marché jusque en 2010. Un petit krach boursier, en revanche, réduirait considérablement ses pertes. Malgré l'importance des pertes attendues par les jeunes salariés, la bulle spéculative n'a pratiquement pas inquiété les économistes ni les politiciens, qui ne se sont préoccupés que du poids éventuel des générations sur la Sécurité Sociale ou sur les programmes d'assurance maladie gouvernementaux du type Medicare.

Le bulle a certainement un effet considérable sur la part de salariés âgés qui peuvent vendre leurs titres au prix fort. Un grand nombre d'économistes s'inquiètent car la couverture sociale incite les salariés à quitter leur activité avant la date à laquelle ils l'auraient fait autrement. Pour bon nombre d'entre eux, la surévaluation boursière apportera une aide financière bien

plus confortable que la Sécurité Sociale en cas de départ anticipé à la retraite.



Le réajustement des marchés pourrait avoir bien d'autres conséquences difficiles à prévoir. Il pourrait par exemple rendre les actionnaires si prudents qu'ils n'investiraient plus et augmenteraient ainsi le coût du capital. Ce fut l'une des conséquences de la crise de 1929. Le réajustement pourrait au contraire encourager les investisseurs à prendre des risques encore plus grands pour retrouver les profits supérieurs à 10 % qu'ils ont connus de 1995 à 1999. Il est également probable qu'un réajustement boursier entraînerait une cascade de litiges, les investisseurs s'efforçant de récupérer une partie de leurs pertes auprès des sociétés ayant fourni des informations trompeuses ou des agents de change ayant donné de mauvais conseils. Les conséquences pourraient être encore plus graves si la Réserve fédérale américaine adoptait une mauvaise politique dès le début du réajustement, en augmentant par exemple les taux directeurs pour soutenir le dollar.

Il est impossible de prévoir l'ensemble des implications d'un réajustement des marchés boursiers. Mais lorsque les cours dépassent la limite du raisonnable, comme ce fut récemment le cas, de graves conséquences sont inévitables. Les économistes ont fait preuve d'une grande négligence en ne prêtant pas plus d'attention au problème.

Introduction

La plupart des économistes qui ont analysé les cours actuels de la bourse par rapport à l'accroissement attendu des profits en ont conclu que le marché était considérablement surévalué (Baker 1997 et 1999, Diamond 1999 et Shiller 2000). Le coefficient maximal de capitalisation (rapport cours/bénéfices) a atteint plus du double de sa moyenne historique. Cette augmentation

du coefficient s'est en outre produite à un moment où la part des bénéfices dans le chiffre d'affaires des sociétés avoisine un niveau proche de celui de l'après-guerre. La part des bénéfices peut difficilement poursuivre son ascension. Il est même fort probable qu'elle va diminuer au cours de ces prochaines années. C'est précisément ce que le Bureau du budget du Congrès américain, le CBO, a conclu de ses dernières prévisions qui révèlent une baisse réelle des bénéfices des sociétés de presque 10 % au cours de la prochaine décennie (CBO, 2000).

Les conclusions du CBO sont peut-être trop pessimistes, mais peu d'économistes se risqueraient à contredire radicalement ces prévisions. Un grand nombre d'entre eux croient sans doute qu'une croissance modeste des bénéfices sera maintenue, mais très peu affirment que l'économie peut maintenir la croissance des bénéfices nécessaire au coefficient de capitalisation actuel. Avec un tel coefficient, le rendement des actions (rachat compris) représente environ 2 % de leur cours. Les bons du Trésor indexés sur l'inflation apportent un rendement réel de 4 %. Ce qui signifie que, pour rapporter ces 4 %, le cours réel des actions devrait augmenter de 6 % par an. A moins que le coefficient de capitalisation n'augmente encore plus (ce qui surévaluerait encore davantage le marché), les bénéfices devraient s'accroître de 6 % par an en termes réels.

Même si la prime à l'émission a chuté, ainsi que certains l'affirment (cf. Seigal et Bernstein, 1998), les bénéfices devraient augmenter encore bien plus rapidement que tout ce que l'on peut raisonnablement envisager. Ainsi, pour une prime de 2 % seulement, les bénéfices devraient s'accroître de 4 % par an en termes réels. Ce qui signifie que la part des bénéfices dans le produit brut des entreprises devrait augmenter encore de 20 % au cours de la prochaine décennie ou que la croissance économique devrait se poursuivre à un taux encore plus élevé que son taux moyen de ces quatre dernières années, ou encore qu'on assiste à ces deux phénomènes en même temps, ce qui est plus qu'improbable.

Si les bénéfices connaissent le même taux de croissance que celui prévu par le CBO pour le PIB (soit environ 2 % par an en tenant compte de l'indice des prix à la consommation), le rendement des actions devra être multiplié par deux et donc atteindre 4 % environ pour retrouver une prime à l'émission de seulement 2 %. La seule manière envisageable de multiplier le rendement des actions par deux est de voir chuter le cours de l'action de 50 %. Si la croissance des bénéfices est égale à celle du PIB prévu et que la prime reste à son niveau historique, le rendement des actions devra alors être multiplié par trois et atteindre 6 %. Ce qui signifie que le coefficient de capitalisation devra redescendre à un tiers environ de son niveau actuel. La réduction nécessaire du cours des actions devrait évidemment être encore plus drastique si la part des bénéfices dans le produit brut des entreprises redescend à sa moyenne historique, ainsi que le prédit le CBO.



Source : Wall Street Journal, 2 mars 2001

Ce petit exercice d'arithmétique montre à quel point le marché est surévalué, même si l'ampleur exacte de cette surévaluation repose sur le rythme de croissance des bénéfices attendu et sur la prime à l'émission d'actions à long terme exigée par les actionnaires. Vue de façon prudente la surévaluation n'est que de 100 %, alors que les prévisions de ralentissement de la croissance des bénéfices et d'un retour à la prime historique supposent une surévaluation de près de 200 %. Une telle surévaluation entraînerait un excédent de

valeur de 8 à 13 000 milliards de dollars sur les marchés boursiers.

Les économistes commencent généralement à s'inquiéter lorsque les cours sont " faussés ". Pourtant, la bulle spéculative actuelle, créée par des cours excessivement faussés, ne semble pas avoir attiré leur attention outre mesure jusqu'à ce jour. On peut raisonnablement s'attendre à ce qu'un tel volume de valeur excédentaire sur le marché ait des conséquences graves sur la croissance en général et sur la distribution. Cet article se propose d'aborder quelques-unes de ces conséquences. Les méthodes pouvant être employées pour mesurer plus précisément le prix de la bulle spéculative seront ensuite présentées et une estimation de l'ordre de grandeur de ce prix lui-même sera donnée.

Un monde sans bulle

Pour pouvoir estimer le prix de la bulle spéculative, il faut tout d'abord établir les faits contraires à ceux qui se sont réellement produits. Pour rassembler ces faits qui serviront de contre-exemple en quelque sorte, il faut essayer d'imaginer ce qui se serait passé si la bulle n'existait pas. Les données les plus incertaines sont celles concernant la baisse du chômage, ou la baisse " autorisée " du chômage, en l'absence de bulle spéculative. Avant 1994, les économistes étaient pratiquement unanimes pour affirmer que le taux de chômage ne pouvait pour ainsi dire plus baisser au-dessous de 6 % sans accélérer l'inflation. Ces six dernières années leur ont donné tort, puisque le taux de chômage est aujourd'hui de 4 % aux États-Unis, sans le moindre signe d'inflation due aux salaires.

La Bourse a joué un rôle direct majeur dans cette baisse du chômage, plus particulièrement en stimulant la consommation par l'accroissement de la richesse. Le chômage aurait-il baissé en l'absence de la bulle ? L'hypothèse avancée dans cette analyse est l'hypothèse néoclassique, c'est-à-dire celle qui affirme que l'économie tend naturellement vers le plein-emploi, qui est, on le sait aujourd'hui, proche de 4 % de chômeurs. Ce qui signifie que la nature du résultat dépend de facteurs tels que la politique fiscale et monétaire ou

la bulle spéculative, mais que son niveau n'en dépend pas.

Il est utile de noter que, pour diminuer le chômage, parmi d'autres formes de croissance, seule la croissance par la bulle spéculative peut être le résultat d'une volonté politique. Le Conseil de la Réserve fédérale peut ainsi autoriser une diminution du taux de chômage au-dessous des estimations précédentes du NAIRU, si la cause principale semble en être un boom financier, alors qu'il peut envisager les choses autrement si le marché est directement stimulé par une montée soudaine des exportations nettes ou des dépenses publiques. En d'autres termes, même si le taux de chômage avait pu, en théorie, descendre à 4 % sans le boom financier, on peut raisonnablement affirmer que le Conseil de la Réserve fédérale aurait pris des mesures pour l'en empêcher. Cette analyse ne tient pas compte de cet aspect politique et se contente de supposer que le Conseil de la Réserve fédérale n'aurait pas empêché l'économie de produire son résultat potentiel, quelle que soit l'origine de la stimulation.

Le boom financier aurait pu contribuer à la baisse du chômage jusqu'à 4 % d'une autre manière, plus hypothétique. Il est de plus en plus courant pour les salariés de recevoir une part importante de leurs revenus sous forme de stock options (Lebow et al, 1999). Ceci permet aux sociétés de substituer à des paiements en salaires des gains en capital anticipés, accroissant par là même leurs bénéfices et limitant l'augmentation des prix. Ainsi, l'utilisation des stock options comme revenu du travail à un moment où une bulle spéculative se développait peut avoir fait diminuer le taux de chômage au-dessous d'un niveau qui aurait autrement provoqué un accroissement des salaires dû à l'inflation.

Aucune méthodologie clairement définie ne peut permettre de déterminer l'ampleur de cette conséquence de l'augmentation de l'utilisation de stock options comme revenu du travail. Il sera donc admis dans la majeure partie de cette analyse qu'il aurait été possible d'atteindre un taux de chômage de 4 %, même sans aucune des incitations supplémentaires suscitées par la bulle

spéculative sur la valeur des stock options. Une fois encore, il est admis que la bulle n'a de conséquences que sur la nature et non sur le niveau du résultat au cours de ces cinq dernières années. Cette question sera brièvement abordée plus bas.

Lorsque nous imaginons le scénario contraire aux faits réels, il faut supposer ce qu'aurait été la politique gouvernementale en l'absence de bulle spéculative. Au cours de ces dix dernières années, on a assisté à une nette volonté de réduire le déficit du budget fédéral annuel dans un premier temps, puis de réduire la dette publique. La bulle spéculative a contribué à la réduction du déficit en générant une rentrée fiscale importante au titre des revenus du capital. Cette dernière avoisine 1 % du PIB en moyenne depuis 1996, soit plus du double que sa part enregistrée depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Pour plus de simplicité, le scénario contraire aux faits réels ne tient pas compte de cette conséquence, même si les rentrées fiscales au titre des revenus du capital dues à la bulle spéculative ont nettement contribué à la réduction du déficit. Ces calculs supposent une politique fiscale et budgétaire du gouvernement exactement identique sans la bulle et une baisse de déficit identique elle aussi.

Il faut également faire des suppositions sur le cours du dollar et le mouvement des exportations nettes en l'absence de boom financier. Cette analyse suppose que la consommation supplémentaire générée par le boom a nui à l'investissement et aux exportations dans les mêmes proportions.

Ce qui corrobore l'opinion généralement admise sur la relation entre l'épargne, l'investissement et les exportations nettes (cf. Barth et al, 1991).

La prochaine étape consiste à retracer les tendances du marché. Pour cela, nous avons besoin de la valeur sur le long terme de la prime à l'émission et de celle de la part des bénéficiaires dans le PIB. On peut affirmer sans se tromper que la prime a diminué ces dernières années, mais il est beaucoup plus difficile de se prononcer sur la valeur adéquate de la prime à retenir pour cette analyse. De la même manière, la part du capital dans le revenu des entreprises est passée de 18,8 % au moment des bénéficiaires records du dernier cycle en 1988 à 21,8 % le deuxième trimestre 2000. Il est impossible de dire si ce niveau élevé sera maintenu ou si la part des bénéficiaires retournera à sa moyenne d'origine. Cette analyse contourne le problème en proposant un éventail de valeurs plausibles. En ce qui concerne l'hypothèse de la " bulle importante ", on suppose que la prime à l'émission d'actions à long terme reste à son niveau historique de 4 % au-dessus du taux d'intérêt sur les bons du Trésor à long terme. Cette hypothèse admet également que la part du capital retombe à sa moyenne historique de 19,1 % du revenu des entreprises. Pour la " bulle réduite ", on suppose que la prime est descendue à 2 % et que la part du capital dans le produit brut des entreprises reste à son niveau record actuel. L'hypothèse de la " bulle moyenne " suppose enfin que la part des bénéficiaires dans le produit brut des entreprises reste à son niveau actuel, mais que la prime atteint 4 %.

Tableau 1

Année	Valeurs correctes (en milliards de dollars)			Valeurs excédentaires (en milliards de dollars)		
	Bulle importante	Bulle moyenne	Bulle réduite	Bulle importante	Bulle moyenne	Bulle réduite
1995	4 909,3	5 882,8	8 324,8	3 586,4	2 612,9	171,0
1996	5 058,6	6 171,2	8 962,0	5 197,2	4 084,6	1 293,8
1997	5 208,0	6 459,6	9 599,3	7 993,3	6 741,7	3 602,1
1998	5 357,3	6 748,0	10 236,5	10 070,5	8 679,8	5 191,3
1999	5 506,6	7 036,4	10 873,8	14 069,7	12 539,9	8 702,6
2000	5 656,0	7 325,0	11 511,0	13 642,5	11 973,5	7 787,5

Le tableau 1 montre l'importance de la bulle au cours des cinq dernières années, selon les trois scénarios décrits ci-dessus (une description complète des calculs se trouve dans l'Annexe). Les colonnes 1,2,et 3 montrent la valeur " correcte " du marché selon les scénarios de bulle importante, de bulle moyenne et de bulle réduite. Les colonnes 4,5 et 6 montrent la valeur " excédentaire " due à la différence entre la valeur réelle du marché et la valeur et la valeur calculée dans les trois premières colonnes. Comme on le voit, dans chaque hypothèse, le montant de surévaluation est considérable. Même dans le cas de la bulle réduite, le marché est surévalué de près de \$3 000 milliards. Dans le cas de la bulle importante, la surévaluation est de 13,6 milliards.

Le tableau 2 calcule l'effet de cette surévaluation sur la consommation, du à

l'effet de richesse. Les chiffres des colonnes 1,2 et 3 montrent la surconsommation chaque année en supposant que chaque dollar de valeur du marché boursier se traduit par 3,5 cents de consommation supplémentaire. Le second jeu de colonnes montre la diminution résultante des exportations nettes et des investissements, , comme suite à cette consommation ajoutée.. Comme on le voit, ces pertes sont importantes quel que soit le critère. Par exemple, le tableau montre qu'en 1999 l'investissement aux États-Unis a perdu \$246,2 milliards à cause de la bulle financière importante, ou \$152,3 milliards dans le cas de la bulle réduite. Les exportations nettes ont diminué d'un montant similaire. La perte cumulée d'investissement sur les six dernières années serait d'au moins \$1 000 milliards selon le scénario bulle importante et \$468 milliards selon le scénario bulle réduite.

Tableau 2

Année	Consommation supplémentaire (\$ milliards)			Perte en Investissements Exportations nettes (\$ milliards)		
	Bulle importante	Bulle moyenne	Bulle réduite	Bulle importante	Bulle moyenne	Bulle réduite
1995	125.5	91.5	6.0	62.8	45.7	3.0
1996	181.9	143.0	45.3	91.0	71.5	22.7
1997	279.8	236.0	126.1	139.9	118.0	63.5
1998	352.5	303.8	181.7	176.2	151.9	90.9
1999	492.4	438.9	304.6	246.2	219.4	152.3
2000	477.5	419.1	272.6	238.7	209.5	136.3
Total	1909.6	1632.1	936.2	954.8	816.1	468.1

Les valeurs du Tableau 2 sont de premières approximations, ils peuvent être raffinés de diverses manières pour obtenir des estimations plus précises des effets de la bulle financière sur la consommation, les investissements et les exportations nettes. Mais ils suffisent à donner un ordre de grandeur.

Le taux d'épargne national a chuté à cause de la bulle financière. Comme l'investissement est resté à un bon niveau au cours des six dernières années, il est possible que l'effet principal ait porté sur le déficit commercial du pays. La croissance rapide du déficit commercial a conduit à une grande accumulation de dette étrangère et a aussi soustrait plus de \$1 000 milliards d'épargne aux autres pays.

On peut dire que les grands perdants dans cette situation ont été les pays en voie de développement. Une grande partie de l'argent étranger qui est venu aux États-Unis au cours des six dernières années aurait été autrement investie dans les pays en développement. Les pays riches ont normalement des comptes excédentaires et peuvent prêter au reste du monde. A cause du boom de la consommation induit par le boom du marché financier, les États-Unis sont d'énormes emprunteurs nets. Une grande partie du capital qui aurait financé la croissance des pays en voie de développement est utilisée à soutenir la consommation aux États-Unis. Ce détournement de ressources continuera aussi longtemps que la bulle financière continuera à financer la consommation excédentaire.

Effets de la bulle financière sur l'offre et la répartition des richesses

Les chiffres des tableaux 1 et 2 sont des approximations générales des effets de la bulle financière.. Ils sont cependant basés sur une théorie reconnue et sont considérés comme un ordre de grandeur des effets combinés de la bulle. Ce chapitre décrit les effets sur l'offre et la répartition des richesses. Cette discussion sera plus spéculative car il n'y a pas de théorie bien établie sur ces questions.

L'offre de travail

La bulle boursière pourrait avoir des effets notables sur l'offre de main d'œuvre si elle conduit les travailleurs à une mauvaise perception de leur salaire réel. Il y a beaucoup de publications qui attribuent les fluctuations cycliques de l'économie à de mauvaises perceptions du salaire réel, et en fait une sorte de vision faussée est probablement la perspective dominante sous-jacente à la vue classique du NAIRU (par ex. Friedman 1968, Lucas 1973, Gordon 1990). Selon cette vision une augmentation de l'inflation peut conduire à une réduction temporaire du taux de chômage parce que les travailleurs sont lents à reconnaître l'effet de l'inflation sur leur salaire réel.

Comme il n'y a jamais eu de preuve permettant de soutenir que la mauvaise perception du salaire réel est en fait le facteur déterminant des changements dans l'emploi au cours d'un cycle économique (Okun 1982) si les économistes croient que ces mauvaises perceptions jouent un rôle important lorsqu'elles viennent de la politique monétaire, ils doivent aussi croire qu'elles sont importantes lorsqu'elles ont leur origine dans la bulle du marché financier.

Il y a deux voies par lesquelles la bulle financière peut tromper les travailleurs sur la valeur à long terme de leur salaire.

La première est l'usage des stock-options dans une enveloppe salariale. L'emploi accru des stock-options a été souvent mentionné. Bien qu'il s'agisse d'un fait anecdotique, un récent rapport du Conseil de la Réserve Fédérale suggère que les

options sont une part significative et croissante du salaire. En extrapolant cette étude, l'article estimait que si les stock-options étaient comptabilisées à leur valeur d'émission, l'augmentation annuelle du coût de l'emploi aurait été en moyenne de 0,25% par an plus élevé entre 1994 et 1998. Il estimait qu'il aurait été en moyenne plus élevé de 0,75% si les options étaient comptées à leur valeur d'exercice.

Bien que cette étude montre une vue très préliminaire de l'importance des stock-options dans la rémunération totale, elle suggère qu'elles sont devenues importantes. Bien que les sociétés reconnaissent le prix d'émission des options comme prélevé sur les bénéfices, la différence entre le prix d'émission et le prix d'exercice est attribuée à l'extraordinaire hausse du cours des actions durant la bulle. On présume que les travailleurs auront inclus l'espérance de ces gains dans leur compréhension du montant de leur salaire. Après une correction du marché boursier, quand ces gains ne seront plus attendus, il est raisonnable de penser que les travailleurs demanderont des salaires plus élevés au lieu des stock-options. La différence entre le prix d'émission et le prix d'exercice trouvée dans l'étude de Lebew implique que les travailleurs recevaient plus de 2% de leur salaire total par cette prime due à la bulle en 1998, la dernière année de son étude. On peut considérer qu'il s'agit d'une première estimation de la pression additionnelle sur les salaires résultant de la correction boursière.

L'autre voie par laquelle la bulle boursière peut conduire les travailleurs à mal percevoir la valeur à long terme du salaire réel est due à l'impact sur le dollar. En augmentant la valeur du dollar au dessus d'un niveau qui puisse être maintenu pendant longtemps, la bulle boursière a temporairement accru le salaire réel au dessus du niveau qui peut être soutenu par les progrès courants de la productivité. En d'autres termes, tant que le dollar est au dessus de son niveau d'équilibre à long terme, les travailleurs obtiennent des rabais temporaires sur les biens importés. Ceci augmente le niveau de vie et la valeur du salaire réel à court terme, mais rend inévitable l'effet opposé dans l'avenir. De

toutes façons le déficit commercial actuel de 3,6 % du PNB ne peut être maintenu longtemps. Il est certain que le dollar devra retomber à un niveau compatible avec un déficit acceptable dans la durée. Bien qu'il soit difficile de dire avec précision quelle baisse serait nécessaire, l'expérience de la fin des années 80 suggère qu'une baisse de 20 à 30 % serait nécessaire pour ramener la balance commerciale à l'équilibre.

Il est facile de faire le calcul à l'envers pour estimer l'effet d'une telle baisse du dollar sur l'inflation et le salaire réel. Des travaux récents suggèrent un taux de passage de 50 % environ, ce qui signifie que près de la moitié de la baisse du dollar se retrouvera en prix d'importation plus élevés. (voir Menon 1996 et Hooper et Mann 1989). Comme les importations représentent 14,5 % du PNB, une baisse de 20 à 30 % du dollar se traduirait par une inflation accrue de 1,5 à 2 %. Ceci correspondrait à une égale réduction de la valeur du salaire réel.

L'effet combiné de la voie des stock-options et de la voie de la baisse du dollar pourrait produire une augmentation du taux d'inflation de 3 %. La règle empirique du modèle NAIRU dit qu'il est nécessaire d'augmenter le taux de chômage de 1 % au dessus du NAIRU pendant un an pour réduire l'inflation de 0,5 % (exemple CBO 1994) . Ceci signifie que pour éliminer l'inflation additionnelle due à une correction boursière et au dollar, il faudrait que le taux de chômage soit supérieur de 1 % au NAIRU pendant six ans , ou bien augmente plus pendant moins longtemps, par exemple de 3 % pendant deux ans.

Il faut noter ici deux remarques importantes. D'abord si ce genre de pression sur les salaires se développe, cela signifie que la bulle boursière a permis à l'économie de fonctionner avec un taux d'inflation beaucoup plus bas que sans la bulle. En d'autres termes, cela implique qu'il n'aurait pas été possible d'avoir 4 % de taux de chômage sans une augmentation de l'inflation sans l'effet déflationniste de la bulle boursière. La seconde remarque est que l'on peut se poser des questions sur la validité de la théorie du NAIRU pour expliquer l'économie. Beaucoup d'économistes se demandent si le

compromis entre l'accélération de l'inflation et le chômage supposé par le NAIRU existe (Baker 2000, Eisner 1996, Fair 1996).Cependant le NAIRU continue à avoir le soutien du milieu des économistes et ceux qui croient à ses conséquences sur d'autres aspects de la politique économique doivent aussi les accepter quand elles s'appliquent à la bulle boursière.

La mauvaise allocation du capital

En plus du glissement de la production vers la consommation au détriment de l'investissement ou des exportations nettes, le boom boursier a aussi affecté l'allocation du capital entre les secteurs économiques. A présent (ou dans un passé récent) les actions du secteur technologique se vendent à des prix qui sont plusieurs centaines de fois les bénéfices réels et dans de nombreux cas, des sociétés qui n'ont jamais fait de bénéfices ont des capitalisations boursières de milliards ou de dizaines de milliards de dollars. Ceci veut dire qu'il a été très bon marché pour les sociétés de haute technologie de lever du capital sur le marché boursier.

En même temps, beaucoup de sociétés des secteurs plus traditionnels voient leurs actions se vendre pour des multiples inférieurs à dix fois leurs bénéfices annuels, même au sommet des indices boursiers. Ceci signifie que la Bourse ne sera pas une source attrayante de capitaux pour ces sociétés. Il est raisonnable d'en déduire que leurs coûts d'emprunt sur le marché obligataire ou auprès des banques aurait été plus bas si autant d'argent n'avait été dirigé vers le secteur high-tech.. En un sens les prix des actions du secteur de la haute technologie ont absorbé les capitaux qui auraient pu autrement s'investir ailleurs dans l'économie.

Il est peut-être trop tôt pour affirmer que le transfert du capital investi dans le secteur high-tech représente une mauvaise allocation du capital. Il est possible sinon vraisemblable que les bénéfices dans ce secteur augmenteront énormément aux dépens des secteurs traditionnels . En ce cas, si les gains des sociétés du secteur traditionnel sont assez érodés, cela pourrait signifier que – même avec des ratios

cours/bénéfice bas – les actions des sociétés des secteurs traditionnels étaient aussi surévaluées, sinon plus, que celles des sociétés du secteur high-tech.

Néanmoins il est possible que la surévaluation du marché n'a pas été égale selon les secteurs, et que la plus grande partie est due aux activités du secteur de la haute technologie. Si c'est le cas, cela signifie que le capital est retiré aux emplois les plus productifs, et va vers le secteur des industries de haute technologie moins productives.

Ceci pourrait avoir un coût significatif pour l'économie dans l'avenir. Par exemple si 10 % de l'investissement brut est mal employé pendant cinq ans, dans des secteurs où le rendement du capital est la moitié de la moyenne, le coût subi par l'économie serait de \$35 milliards par an en revenu perdu. Comme la capitalisation du secteur de haute technologie atteint des milliers de milliards de dollars, ces sociétés ont le contrôle d'une part notable du capital disponible pour l'investissement. Les dépenses combinées pour l'équipement informatique et le logiciel ont atteint \$530,5 milliards au second trimestre 2000, plus que la moitié de toutes les dépenses d'équipement et de logiciel. Etant donné ces chiffres, il est possible que plus de 10 % de l'investissement brut a été mal employé dans le secteur de la haute technologie, alors qu'il l'aurait été mieux dans des formes traditionnelles d'outils et de matériel industriel.

Ce n'est pas très efficace de spéculer à présent sur l'étendue actuelle des mauvais investissements due à la situation courante du cours des actions. Il suffit de noter que les mauvais investissements peuvent être très importants et que l'effet futur sur la production nationale sera notable pendant une longue période.

Il devrait être possible à posteriori de quantifier le montant des mauvais investissements attribuables à la bulle financière. Les actions les plus surévaluées sont celles des industries qui auront les plus grands rendements négatifs dans la période où la correction aura lieu. La différence entre le rendement du capital investi dans ces secteurs industriels et la moyenne

générale montrera l'importance des mauvaises allocations d'investissement pendant le boom boursier. En multipliant cette différence par le montant du capital investi dans ces secteurs, on obtiendra une approximation de la perte pour l'économie.

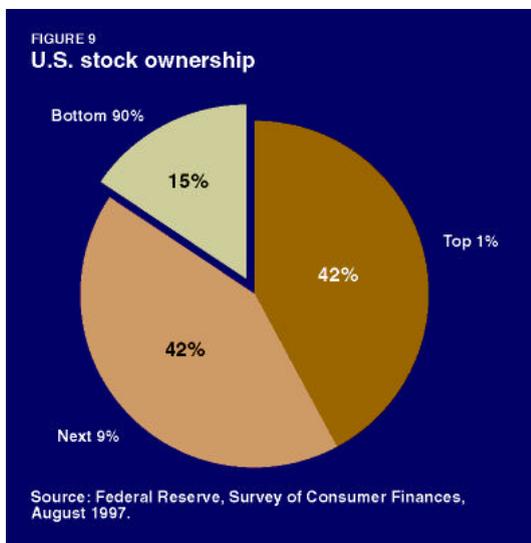
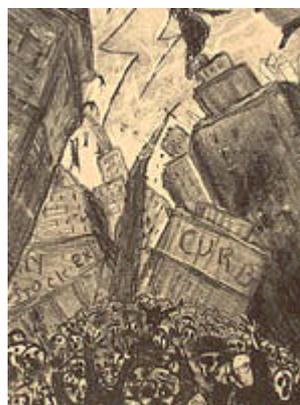
Il y a une autre voie par laquelle la bulle financière peut conduire à une mauvaise allocation du capital. En augmentant temporairement la valeur du dollar, la bulle boursière réduit les bénéfices de beaucoup d'industries qui font front à la concurrence étrangère. Comme la marge d'autofinancement est un élément déterminant de l'investissement (Fazzari 1993), la marge réduite d'autofinancement diminuera l'investissement dans ces secteurs. Il devrait être possible d'estimer l'importance de cet effet, en estimant d'abord l'effet d'une hausse du dollar sur les bénéfices des sociétés. D'après les travaux sur la relation entre cash flow et investissement, il serait possible d'estimer l'effet de la réduction de ce flux sur la réduction de l'investissement.

Il y a un facteur contradictoire à noter ici. Beaucoup de grandes sociétés ont toujours des plans de pension à versements définis pour leurs employés. Ces plans ont été énormément favorisés par la hausse des actions durant la dernière décennie. Ces hausses ont conduit beaucoup de sociétés à supprimer leurs contributions annuelles aux plans de pension, car elles ont obtenu l'argent nécessaire par les gains en capital sur leurs actifs existants. Les économies sur les pensions ont accru les bénéfices, qui peuvent alimenter l'investissement. Pour estimer l'importance de cet effet, il faudrait déterminer de combien les sociétés ont réduit leurs contributions aux pensions à la suite du boom boursier. Ensuite, en appliquant la relation entre cash flow et investissement, il serait possible de déterminer de combien le marché boursier a stimulé l'investissement par ce moyen. Cependant, d'après la grandeur modeste de ces effets, il est peu probable que ces facteurs contraires altèrent les conclusions sur l'effet de la surévaluation du marché boursier.

Redistribution parmi les ménages

Un des résultats de la bulle financière est une redistribution massive de richesse et de revenu parmi les ménages. Il y aura une redistribution systématique à la fois à l'intérieur et entre les générations. Dans une génération la redistribution la plus évidente est entre les non actionnaires et les actionnaires durant la période d'existence de la bulle. Celle-ci augmentera le pouvoir d'achat des ménages qui possèdent beaucoup d'actions. Si l'offre de biens est fixe à court terme (par exemple les logements dans certaines zones, les endroits de vacances attrayants, les sièges d'avion ou les routes encombrées) le pouvoir d'achat accru des actionnaires poussera les prix à la hausse. Ceci est au détriment des ménages qui possèdent peu ou pas d'actions. C'est ce genre de redistribution qui a créé une crise du logement pour beaucoup de familles à revenus bas ou modestes, dans les zones où la nouvelle richesse créée par la Bourse a été spécialement concentrée, comme la Silicon Valley, San Francisco ou Seattle.

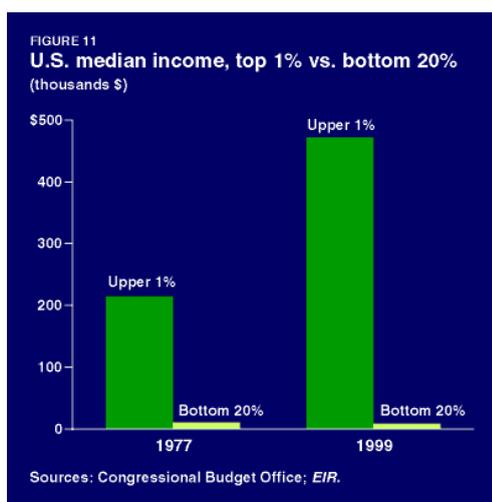
prix de leur maison due à la richesse créée par la bulle boursière, s'ils vendent leur logement quand les prix de l'immobilier sont encore hauts. Mais si les prix des logements suivent les prix des actions, ceux qui gardent leur maison jusqu'à l'explosion de la bulle seront les grands perdants. Pendant la durée de la bulle quand les prix d'achat et de location sont très élevés, ceux qui sont obligés de louer seront perdants jusqu'à ce que l'explosion de la bulle rabaisse les prix de location, alors que ceux qui choisissent d'acheter une maison perdront s'ils ne peuvent pas vendre avant la fin de la bulle.



Bien qu'il soit en principe possible d'identifier les catégories de biens qui sont sujettes à cette sorte de hausse des prix, à la suite du boom boursier, il sera assez difficile de déterminer exactement qui a gagné et qui a perdu. Dans le cas du logement, par exemple, les propriétaires existants vont bénéficier de la hausse du

Il y a certainement d'autres catégories de biens de consommation où la demande excessive poussée par la richesse boursière réduira la disponibilité de biens et de services. Dans beaucoup de cas il ne sera pas facile d'établir le prix de ces biens en l'absence de bulle. Il est aussi peu probable que l'effet de la consommation due à la bulle financière sera significatif sur le niveau de vie du reste de la population. Il est possible que, dans l'ensemble, la consommation induite par la Bourse ait un effet négatif sur le pouvoir d'achat du reste de la population en dehors du logement, mais il serait difficile de mesurer cet effet.

L'affaire est un peu plus simple entre les générations. Les travailleurs qui ont des actifs financiers substantiels ont commencé à les accumuler à la fin de leurs 30 ans ou au début de leurs 40 ans. Pendant cette période ils ont investi de façon disproportionnée en actions. Les travailleurs vers la fin de leurs 50 ans commencent à basculer leurs actifs vers les obligations ou



les valeurs monétaires. Par rapport à la période de la bulle, cela signifie que les travailleurs qui ont accumulé de la richesse dans les années 90 et se retirent du marché avant l'explosion de la bulle seront les grands gagnants. A l'opposé, ceux qui ont placé beaucoup d'argent en actions, mais sont encore loin de l'âge où ils basculent vers les obligations ou les fonds monétaires, seront les grands perdants. Ce seront les travailleurs qui sont vers la fin de la trentaine ou dans la quarantaine, peut-être au début de la cinquantaine. Comme ils ont acheté leurs actions au prix de la bulle, et les vendront à des prix plus normaux plus tard, ces travailleurs subiront des pertes significatives.

Tableau 3

Années d'accumulation	Modèles de rendement					
	Normal	Pas de Krach	Petit Krach	Krach modéré	Grand Krach	Baisse prolongée
1980-2005	74 100	132 100	86 400	62 100	49 900	75 300
1980-2010	112 200	162 300	118 500	95 000	77 400	60 200
1985-2005	47 600	70 000	47 100	34 700	28 400	40 800
1985-2010	74 000	89 100	67 100	55 700	46 600	34 600
1990-2005	29 100	37 700	26 200	20 200	17 000	22 400
1990-2010	47 600	50 000	39 000	34 800	30 300	21 000
1995-2005	16 200	16 800	12 900	10 900	9 800	10 700
1995-2010	29 100	25 400	22 400	21 500	19 900	12 400
2000-2005	7 200	6 600	6 300	6 300	6 200	5 000
2000-2010	16 200	13 100	13 900	14 900	14 700	8 200

Il est assez facile d'estimer l'importance des pertes d'épargne pour les personnes concernées par l'effondrement de la bulle du marché boursier. Le tableau 3 montre des estimations de rendement sous six scénarios différents qui correspondent à des périodes différentes d'investissement. Dans chaque cas, on suppose qu'un travailleur place \$1 000 sur le marché boursier par an. Tous les chiffres sont ajustés par rapport à l'inflation.

Dans la première colonne, le schéma normal suppose que le marché offre toujours une prime de 4,0 % par rapport au rendement des bons à long terme du gouvernement, pour un rendement réel de 7,5%. Tous les autres scénarios utilisent les rendements actuels sur le S&P500 pour la période allant de juin 1980 à juin 2000. Le scénario " pas de krach " suppose que le

coût des actions augmente au même rythme que l'économie dans les années à venir. Le montant du dividende est supposé être de 60% des bénéfices des sociétés. Le scénario " petit krach " suppose que la Bourse s'adapte immédiatement à sa valeur correcte comme elle a été calculée dans le scénario " bulle réduite " du tableau 1. Le scénario " krach moyen " suppose que la Bourse s'ajustera immédiatement à sa valeur correcte calculée dans le scénario " bulle moyenne ". Le scénario " grand krach " suppose que la Bourse s'ajustera immédiatement à sa valeur correcte calculée dans le scénario " bulle importante ". Le scénario " baisse prolongée " suppose que la Bourse s'ajustera petit à petit à sa valeur correcte telle que calculée dans le scénario " bulle importante " sur les dix prochaines années. La construction de ces

scénarios est expliquée avec plus de détails dans l'Annexe.

Comme on a pu le voir, ceux qui ont investi sur le marché pendant les vingt dernières années bénéficieront énormément s'ils peuvent retirer leurs avoirs avant que le marché ne s'ajuste. Si le marché reste au rapport cours/bénéfice actuel et que les profits augmentent au même rythme que la croissance prévue de l'économie (le scénario " pas de krach "), un travailleur qui a suivi ce schéma d'investissement aura près de \$60 000 de plus que dans un scénario où le marché aurait donné un rendement normal pendant toute la période. Le scénario " petit krach " supprimera pratiquement tout cet excédent mais laissera cet employé avec \$12 000 de plus que dans le cas de rendements normaux, s'il retire son argent avant 2005. Les scénarios " grand krach " et " krach moyen " sont pires pour le travailleur que les rendements normaux. La raison en est que les grands rendements négatifs se produisent après l'accumulation de la plus grande partie de la richesse, alors qu'il y a eu de nombreuses années de rendements importants avant que l'employé n'ait accumulé un capital boursier significatif. Il faut remarquer que le scénario " baisse prolongée " laisserait cet employé toujours un peu plus riche que le scénario du rendement normal, s'il retire son argent avant 2005. Avec cette explosion graduelle de la bulle, beaucoup d'employés âgés pourront encaisser les bénéfices provenant des années de bulle.

Les bénéfices de la bulle diminuent très rapidement dans la succession des groupes d'âge. Pour un travailleur qui a commencé à accumuler en 1985 et qui continue jusqu'en 2010, le gain cumulé dans le scénario " pas de krach " par rapport au scénario des rendements normaux, sera d'un peu plus de \$15 000. Pour un travailleur qui a commencé à accumuler en 1990, le gain cumulé dans le scénario " pas de krach " d'ici 2010 sera d'un peu moins de \$3 000. Dans ces cas, les rendements faibles des années post 2000 annulent largement les rendements extraordinaires des deux décennies précédentes. Puisque le montant des actifs qu'ils ont accumulé est bien plus important dans la dernière période, les

faibles rendements ont bien plus de poids pour déterminer leur accumulation finale. Bien sûr, ces travailleurs y perdent bien plus sous n'importe quel scénario du krach ou de baisse prolongée que s'ils étaient dans le scénario des rendements normaux.

Les travailleurs qui viennent de commencer à placer de l'argent sur le marché à la fin de cette période, commençant soit en 1995 soit en 2000, finiront comme perdants à cause de la bulle dans tous les cas de figure. Le cas est très simple : ils achètent dans un marché surévalué. Le groupe qui a commencé à accumuler en 1995 aura quelques années de rendements importants, mais avant qu'ils n'aient investi un montant significatif d'argent, donc les gains sont très petits. Dans le scénario sans krach, ils finissent par être à la traîne parce que les rendements courants sur le marché sont bien en-dessous de la normale. D'ici 2010, les rendements faibles provenant des cours surévalués de la Bourse auront déjà coûté à ce groupe presque \$4000. Bien sûr cela serait bien pire dans n'importe quel scénario de krach. Dans le scénario " petit krach " ce groupe perdrait presque \$7 000 comparé à un scénario de rendements normaux, dans le scénario " grand krach " plus de \$9 000, et dans la baisse prolongée presque \$17 000. Les résultats pour le groupe 2000 sont comparables.

L'affaire est donc assez simple : les travailleurs plus jeunes seront sévèrement pénalisés tant qu'ils placeront leur argent sur un marché très surévalué. Plus vite le marché s'ajustera, meilleur sera leur revenu. Le pire des cas pour ces travailleurs est lorsqu'ils placent leur argent sur un marché qui s'adapte très graduellement, et ainsi pendant plusieurs années, la plus grande partie de leurs économies ne leur rapporte que très peu ou même sont déficitaires. Il est frappant de voir que les économistes se soient si peu préoccupés de cette question de générations, alors que les pertes pour les travailleurs plus jeunes sont potentiellement énormes. Par exemple, comme on l'a noté plus haut, dans le scénario de la baisse prolongée, un travailleur des années 1995 perdra pratiquement \$17 000 comparé au scénario de rendements normaux. En comparaison, la valeur actualisée de l'augmentation de

1.89 % des cotisations de Sécurité Sociale (l'augmentation nécessaire pour équilibrer le fonds commun selon les dernières estimations) sur 40 ans pour un travailleur touchant \$30,000 par an ne sera que de \$13 300. Alors que les économistes ont largement ignoré l'effet des générations sur la bulle du marché financier, ils ont consacré beaucoup d'attention au déficit potentiel des fonds de la Sécurité Sociale.

Bien sûr, les chiffres du tableau représentent une vue très schématisée des faits mais les hypothèses de base sont tout à fait plausibles. Par exemple, il est raisonnable de penser qu'un travailleur proche du salaire moyen (environ \$30 000 par an) placerait presque \$1 000 par an en bourse s'il a un plan d'épargne du type 401 (k). Cela implique une contribution combinée employé/employeur de seulement un peu plus de 4.0 % des salaires si 80% des actifs sont placés en bourse. En fait, il est probable que beaucoup de salariés moyens ont plus misé sur le marché. Vu l'ampleur des pertes potentielles que ces travailleurs risquent, il est difficile d'expliquer pourquoi cette question a reçu si peu d'attention.

Les effets de la richesse sur le marché de l'emploi.

La redistribution de la richesse provenant de la bulle pourra aussi avoir des effets significatifs sur le marché de l'emploi. Cela prendra surtout la forme de retraites anticipées pour la génération approchant l'âge de la retraite au sommet de la bulle. Il y aura aussi des cas de retraites anticipées ou partielles parmi les gens qui détiennent beaucoup d'actions et qui peuvent les vendre avant que la bulle n'explose. Ce groupe sera sûrement assez restreint, mais il se peut que leur retraite représente un coût significatif pour l'économie. Il est probable que ces employés seront concentrés de façon disproportionnée dans la haute technologie où il y a une forte demande de compétences. La combinaison de revenus excessifs, dus au profit sur les options de souscription d'actions avant l'explosion de la bulle avec la diminution de valeur ressentie du salaire (après avoir donné des valeurs plus réalistes aux options de souscription d'actions) pourrait mener beaucoup de ces employés à réduire de

façon drastique l'offre de main d'œuvre. Il n'y a aucun moyen de faire des estimations sur l'importance de cet effet avant que la correction du marché financier ne se produise. Il est possible que des données longitudinales sur les ménages fournissent des informations sur l'ampleur de cet effet dans une période suivant la correction boursière.

Il y a déjà une bonne base pour estimer l'importance des départs anticipés en retraite due au surplus de richesse gagné par ceux qui ont encaissé leur argent sommet de la bulle. Un ensemble de travaux de recherche a examiné l'effet de l'augmentation des versements de la Sécurité Sociale sur les décisions de retraite (ex : Quinn, Burkhauser et Myers, 1990). La richesse additionnelle due à l'accumulation du capital peut être traitée comme similaire de la richesse additionnelle sous forme de plus grands versements de la Sécurité Sociale. Bien sûr cette dernière prend la forme de rente viagère, alors que la première est un montant forfaitaire mais leur effet sera vraisemblablement presque le même. Ce qui complique davantage est que les versements de la Sécurité Sociale soumis à conditions de ressources, ce qui découragera le travail après le début des paiements. Cette dissuasion n'existe pas dans le cas de gains sur le marché financier. Cependant, beaucoup de travailleurs âgés ne franchiraient pas le seuil des conditions de ressources même s'ils choisissaient de travailler, donc il ne s'agit pas de dissuasion dans tous les cas. De toutes façons, ces publications devraient fournir une base pour estimer l'ordre de grandeur de cet effet de départ anticipé à la retraite.

Les preuves de l'effet des versements de la Sécurité Sociale sur les décisions de départ en retraite suggèrent que l'effet de la richesse additionnelle due au marché financier pourrait être important. Par exemple, si un travailleur avait placé \$1 000 par an entre 1980 et 2000, il aurait accumulé \$106 700 sur la base des rendements du S&P 500 sur cette période. Par contraste, au taux normal de rendement de 7.5%, cet employé n'aurait accumulé que \$47 600, soit une différence de \$59 100. Cette somme serait suffisante pour fournir à un employé une rente de plus de \$4 000 par

an à l'âge de 65 ans. Cela serait l'équivalent d'une augmentation d'à peu près un tiers des revenus pour une retraite moyenne. Cette augmentation serait comparable, ou plus importante que l'augmentation des versements de la Sécurité Sociale au début des années 70, qui a été largement perçue comme ayant eu un effet très négatif sur la participation des travailleurs plus âgés à la main d'œuvre disponible.

Il est intéressant de voir l'autre aspect de l'affaire : l'augmentation potentielle de la main d'œuvre due à ceux qui ont perdu à cause de la bulle. Il est probable que l'éclatement de la bulle a eu un impact immédiat sur les employés qui investissaient leur épargne sur le marché et qui étaient très proches de la retraite. Une perte soudaine de richesse peut amener ces employés à retarder leur retraite pendant un certain temps. Cependant ce délai ne peut pas réellement être attribué à la bulle puisqu'ils n'ont pu accumuler une somme suffisante pour permettre un départ en retraite anticipé que grâce à la bulle. Dans ces cas-là, les employés seront bien plus touchés que ceux qui auront réussi à encaisser plus tôt, mais ils ne seront pas nécessairement plus touchés que si la bulle ne s'était pas produite au départ.

Comme nous l'avons mentionné auparavant, les vrais perdants de la bulle sont tous ces employés qui placent de grandes sommes d'argent en Bourse au moment du pic de la bulle mais qui n'ont pas eu l'occasion d'encaisser des gains précédents. Il est probable que ce sont des employés qui sont encore à quelques années de la retraite. Il se peut que ces employés travaillent plus longtemps à cause des pertes dues à l'éclatement de la bulle, mais l'augmentation de la main d'œuvre ne se fera sentir que bien plus tard.

Les autres retombées du krach

L'éclatement de la bulle financière peut coûter cher à l'économie de plusieurs autres façons. Par exemple, une correction soudaine ou même graduelle des valeurs du marché peut perturber les marchés financiers pendant de longues années. Des enquêtes récentes auprès de consommateurs conduites par des maisons de courtage ont montré régulièrement que

les actionnaires anticipaient des rendements aux alentours de 18% par an. On ne peut prédire comment réagiront ces individus quand ils verront leurs espérances complètement anéanties. Il est raisonnable de croire que beaucoup vont attribuer un risque excessif au marché financier et seront récalcitrants à replacer leur argent sur le marché dans l'avenir. C'est ce qui s'est produit lors de la grande dépression et le résultat fut un marché financier sévèrement touché pendant plusieurs années après le krach. Cette réaction augmentera le coût du marché financier en tant que source de financement pour de nouveaux investissements, faisant ainsi chuter certains types d'investissement, à moins que des institutions alternatives ne remplissent le vide.

Certains actionnaires peuvent aussi avoir la réaction opposée face à la correction du marché financier. S'ils en sont arrivés à croire que les rendements de 20% sont normaux dans l'économie, il se peut qu'ils cherchent d'autres options plus risquées plutôt que d'accepter des rendements plus faibles mais plus sûrs provenant des obligations ou d'autres instruments financiers. Cette attitude pourrait amener les investisseurs à spéculer sur les marchés dérivés ou autres opérations risquées. Cela pourrait non seulement amener à des pertes pour les investisseurs mais cela pourrait aussi augmenter les pertes dans l'économie. Une forte augmentation du volume d'échanges des marchés dérivés n'apporterait aucun bénéfice pour l'économie, cela ne ferait que consommer des ressources. De la même façon des fonds flottants dans des opérations spéculatives qui ne peuvent pas être financées par des moyens traditionnels conduiront probablement à mal attribuer des ressources considérables et peut être à multiplier les incidents de fraude ou de vol. Lorsque de grands nombres d'individus choisissent mal leurs investissements, cela leur est préjudiciable mais cela l'est aussi pour l'économie en général.

Un autre coût potentiel d'une correction du marché financier est un afflux de litiges au sujet des informations données par les entreprises. Plusieurs analystes du marché financier ont déploré que les sociétés

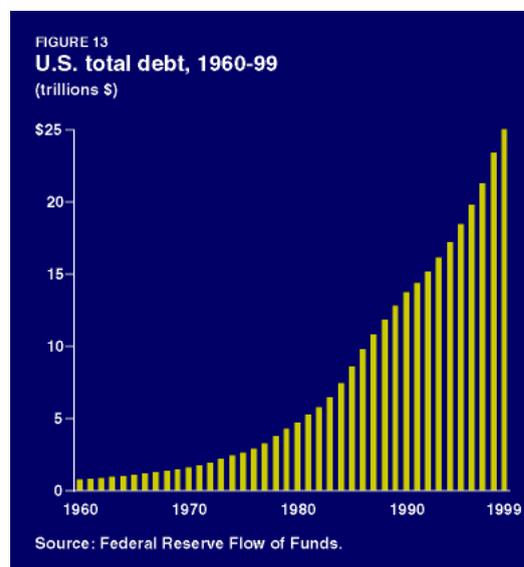
utilisent des procédures comptables discutables pour gonfler leur profits. Cela peut sembler avoir moins de conséquences lorsque les prix du marché sont hauts. Cependant, après une correction majeure, il est probable que beaucoup d'actionnaires vont scruter la comptabilité des sociétés ainsi que les procédures d'information financière dans l'espoir de recouvrer une partie de leur pertes par la voie légale. Cela consommera directement des ressources sous la forme de frais d'avocats et de personnels juridiques impliqués dans ces procès. Cependant, les coûts seront bien plus importants si les dirigeants en haut de l'échelle des grands groupes sont touchés par ces procès.

Puisque ces procès sont déjà fréquents, il serait en principe possible d'estimer l'étendue de leur effet sur la performance des grands groupes. Il est au moins plausible de penser que ces coûts puissent être significatifs. Il est aussi probable qu'il y aurait des procès dirigés contre l'industrie financière sous prétexte que les actionnaires ont été induits en erreur sur la sûreté du marché financier. Les lois ont été rédigées de façon à ce qu'il soit extrêmement difficile de gagner de tels procès, mais dans un contexte politique de l'après krach, il se peut que les tribunaux interprètent ces lois avec plus de souplesse.

Il est aussi possible que plusieurs procédures comptables "imaginatives" utilisées dans les bilans financiers des groupes correspondent à des délits. Alors que cette forme de violation est très peu poursuivie pour l'instant, cela peut être différent après une correction du marché financier. La poursuite judiciaire de ces cas pourrait coûter cher à l'économie, si elle aboutit au départ de beaucoup de cadres expérimentés et ayant de grandes compétences. Les bénéfices à long terme provenant de la dénonciation des procédures comptables discutables dans l'avenir peuvent apporter un fort argument pour que l'on poursuive ces procédures, mais les coûts à court terme peuvent toujours être considérables.

Conclusion

Si le marché financier est surévalué de manière significative, la surcotation coûtera cher à l'économie. Ces coûts affecteront en même temps la croissance globale et la répartition des richesses, avec les effets de répartition qui auront un impact important sur les générations. Il sera nécessaire de développer davantage les estimations des coûts spécifiques notés ici, des calculs relativement simples suggèrent qu'ils sont assez importants comparés aux autres effets qui ont retenu l'attention des économistes, des législateurs et des journalistes.



En particulier, le boom de la consommation provoqué par l'effet de richesse a compensé essentiellement l'augmentation de l'épargne nationale qui résultait de la transformation des déficits budgétaires des années 80 en surplus actuels. Cette diminution de l'épargne nationale devrait mener à une baisse des investissements et des exportations nettes. Les hypothèses habituelles sur l'effet de la consommation sur l'investissement et sur les exportations nettes suggèrent que les États-Unis sont en train de perdre presque \$200 milliards par an en investissement et exportations nettes à cause de la bulle du marché financier. La réduction dans les exportations nettes correspond au capital que les États-Unis empruntent au reste du monde. C'est un

capital qui pourrait être investi autrement dans l'économie des pays en voie de développement et qui fait augmenter la dette extérieure des États-Unis à un niveau sans précédent.

Le boom du marché financier a aussi créé une base potentielle pour des pressions inflationnistes par le biais de deux voies différentes. D'abord par les actions, le boom a en effet permis de payer une partie des salaires des employés par les gains supplémentaires du capital dans les dernières années. Lorsque la bulle s'ajustera, ces gains du capital ne seront plus disponibles. Ensuite, le dollar surévalué, qui a accompagné le boom de la Bourse a donné aux employés l'occasion d'acheter leurs importations à des prix qui sont temporairement en chute. Lorsque le dollar redescendra à un niveau plus normal, le prix des importations augmentera de manière significative. Ensemble, ces deux éléments peuvent facilement augmenter de plus de 3,0 % le taux sous-jacent de l'inflation. Selon la vision habituelle du NAIRU, il faudrait six années pendant lesquelles le taux de chômage supérieur de 1% au NAIRU pour éradiquer cette inflation de l'économie. Bien que le NAIRU doive être traité avec scepticisme, les économistes qui acceptent cette théorie dans d'autres contextes doivent reconnaître les conséquences d'un effondrement de la bulle

du marché financier et du dollar dans le cadre de leur théorie.

La bulle du marché financier mène aussi à des redistributions substantielles au sein d'une génération et entre les générations. Le transfert d'une génération plus jeune d'employés qui investissent sur un marché surévalué à des employés plus âgés qui retirent leur placements ; sont probablement plus importants que l'augmentation potentielle en charges sociales associée aux déficits du fonds de la Sécurité Sociale. Des recherches sur l'effet des paiements en hausse de la Sécurité Sociale sur la participation à la force de travail des travailleurs plus âgés suggère que ce transfert peut avoir un effet significatif sur l'offre de main d'œuvre des travailleurs plus âgés.

La surévaluation présente du marché a aussi beaucoup d'autres conséquences potentielles négatives. Comme le suggérerait la théorie économique de base et le bon sens, lorsqu'un marché majeur s'éloigne énormément de sa valeur correcte, il crée des distorsions économiques significatives. Une surévaluation du marché boursier, qui pourrait dépasser les \$13 000 milliards, devrait être un sujet de préoccupation. Plus elle persiste, plus importants sera le prix à payer. Jusqu'ici les économistes ont négligé ce sujet pour on ne sait quelle raison.

Annexe

Les chiffres pour la valeur excédentaire qui apparaissent dans le tableau 1 proviennent des données sur les bénéfices des grands groupes dans comptes du revenu national et des produits (Rapport Economique du Président, tableau B 26) et les données sur la valeur du marché des capitaux des groupes dans les flux financiers (Tableau 4, ligne 10). Les données sur les revenus sont les bénéfices des sociétés après impôts après ajustement pour la valeur des stocks et les emplois de capital. Les valeurs "correctes" sont calculées selon trois scénarios.

Dans le scénario que l'on voit dans la colonne 1, il est supposé que le partage du profit du PNB en 2000 sera prolongé indéfiniment dans l'avenir. (Les données pour l'année 2000 se réfèrent toutes aux chiffres du second trimestre.) Ce scénario suppose aussi que la prime d'émission a été abaissée en permanence à 2% au-dessus du taux d'intérêt réel sur les obligations à long terme du gouvernement, qui est supposé être de 3.5%. Dans ce scénario comme dans les autres, 60% des bénéfices sont supposés être distribués comme dividendes. Puisque la croissance réelle à long terme des bénéfices est de 2%, cela implique un rendement de dividendes de 3.5%, ce qui à son tour implique un ratio cours/bénéfice de 17.1. Il est supposé que les valeurs du marché s'ajustent de façon régulière de leur valeurs correctes de 1988 jusqu'à leur valeurs correctes de 2000, de façon à ce que l'augmentation en pourcentage de la valeur des actions soit la même chaque année.

Les valeurs correctes de la colonne 2 supposent que l'augmentation de la part des bénéfices dans le PNB est constante, comme dans la première colonne, mais que la prime d'émission reste à 4% au-dessus du

rendement réel des obligations à long terme du gouvernement. Cela implique un rendement de dividendes de 5.5%, donc un ratio cours/bénéfice de 10.9 Ce scénario suppose aussi que l'augmentation en pourcentage du prix des actions soit la même chaque année.

Le troisième scénario suppose que la part des bénéfices dans le PNB retombera à son niveau du ratio cours/bénéfice de 1988 et que la prime du dividende sera toujours de 4% au-dessus du rendement réel des obligations à long terme. Cela implique la même valeur de 10.9, comme dans le scénario de la colonne 2, sauf que les revenus dans ce calcul sont égaux à 5.2% du PNB comme en 1988, contrairement au niveau actuel de 6.8% du PNB.

Les valeurs correctes ont été ensuite soustraites de la valeur actuelle du marché financier pour obtenir un chiffre pour la valeur excédentaire. La valeur en excès a ensuite été multipliée par 0.035 pour estimer l'importance de l'augmentation de la consommation attribuable à l'effet de richesse. Il a ensuite été supposé que cette augmentation de la consommation sera affecté en parts égales aux dépenses d'investissement et aux exportations nettes. Les chiffres du tableau 2 pour les pertes d'investissement d'exportations nettes montrent des projections basées sur le montant de la valeur en excès de la colonne correspondante dans le tableau 1.

Les scénarios du tableau 3 supposent tous que les employés placent \$1 000 par an sur le marché financier pour chacune des années indiquées. Le scénario des rendements "normaux" suppose que le marché procure un taux réel de 7.5% de rendement par an, en donnant aux actionnaires une prime de 4.0% par rapport à la détention d'obligations du gouvernement. Tous les autres scénarios utilisent les rendements réels du S&P 500 pour les années allant de 1980 à 2000. (Pour 2000, la valeur du 30 juin est utilisée pour déterminer le gain en capital pour l'année).

Le scénario "pas de krach" suppose que les valeurs du marché suivent les bénéfices des grands groupes, qui sont supposés augmenter au même taux que les projections du CBO pour l'économie. Les scénarios "petit krach", "krach moyen" et "krach important" supposent que le marché financier chute immédiatement à la valeur qui correspond à la bulle réduite, à la bulle moyenne et à la bulle importante du tableau 1. Dans chaque cas, il est supposé que le marché financier dans les années suivantes augmente au même rythme que les bénéfices des sociétés, ce qui est supposé correspondre à la croissance de l'économie. Le scénario de la "baisse prolongée" suppose que le marché s'ajuste sur une période de dix ans à une valeur correspondant au scénario du grand krach. L'ajustement est supposé se faire au même rythme de façon à ce que le marché baisse du même pourcentage chaque année.

* Voir aussi par le même auteur : ***La « Double Bulle » : implications des surévaluations du marché boursier et du dollar.*** Sur le site de ATTAC-Québec, dans la collection **Pour comprendre. Pour débattre. Pour transformer.**
<http://www.attac.org/quebec/comprendre/documents/DoubleBulle.pdf>

Références

- Baker, D. 1997. "Saving Social Security With Stocks: The Promises Don't Add Up." New York, NY: Century Foundation.
- Baker, D. 1999a. "Letter to Martin Feldstein of May 15, 1999." (www.cepr.net/Social_Security/letter_to_feldstein2.htm).
- Baker, D. 2000. "NAIRU: Dangerous Dogma at the Fed." Philamont, VA: Financial Markets Center.
- Barth, J.R., G. Iden, F.S. Russek, and M. Wohar, "The Effects of Federal Budget Deficits on Interest Rates and the Composition of Output." in R.G. Penner, ed., *The Great Fiscal Experiment*. Washington, D.C.: The Urban Institute, 1991.
- Congressional Budget Office. 2000. *Economic and Budget Outlook: Fiscal Years 2001-2010*. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- Congressional Budget Office. 1994. *The Economic and Budget Outlook: An Update*. Washington, D.C.: Congressional Budget Office.
- Diamond, P. 1999. "What Stock Market Returns to Expect for the Future?" Boston College Retirement Research Center, Boston, MA: (http://www.bc.edu/bc_org/avp/csom/executive/crr/ib2.htm).
- Eisner, R. 1997. "A New View of the Nairu." in *Improving the Global Economy: Keynesianism and the Growth in Output and Employment*, edited by P. Davidson and J. Kregel, Brookfield, Vermont: Edward Elgar Publishers.
- Fair, R. 1996. "Testing the Standard View of the Long-Run Unemployment-Inflation Relationship." Unpublished manuscript. Yale University.
- Fazzari, S.M., *Investment and U.S. Fiscal Policy in the 1990s*. Washington, D.C.: The Economic Policy Institute, 1993.
- Friedman, M. 1968. "The Role of Monetary Policy." *American Economic Review*. March, V. 58, pp 1-17.
- Gordon, R.J. 1990. "What is New-Keynesian Economics?" *Journal of Economic Literature*. (September) pp 1115-1171.
- Hooper, P. and C. Mann, 1989. *The Emergence and Persistence of the United States External Imbalance, 1980-87*. Princeton Studies in International Finance, No. 65. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Lebow, D., L. Sheiner, L. Slifman, and M. Starr-McCluer. 1999. "Recent Trends in Compensation Practices." Federal Reserve Board Discussion Paper, Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve Board.
- Lucas, R.E. 1972. "Expectations and the Neutrality of Money." *Journal of Economic Theory*. (April) pp 103-124.
- Menon, J. 1996. *Exchange Rates and Prices: The Case of Australian Manufactured Imports*. Berlin: Springer-Verlag.
- Okun, A.M. 1980. "Rational-Expectations-With-Misperceptions as a Theory of the Business Cycle." *Journal of Money, Credit, and Banking*. (November) pp 817-825.
- Quinn, J., R.V. Burkhauser, and D.A. Myers, 1990. *Passing the Torch: The Influence of Economic Incentives on Work and Retirement*. Kalamazoo, MI: W.E. Upjohn Institute for Employment Research.
- Shiller, R. 2000. *Irrational Exuberance*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Siegal, J. and P.L. Bernstein, 1998. *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Returns and Long-Term Investment Strategies*. New York: McGraw-Hill



ATTAC-Québec, comme de centaines d'autres organisations au Québec, au Canada et à travers le monde, a pour visée d'amener les instances politiques du monde et en premier lieu celles du monde industrialisé, à décréter une taxe sur les transactions financières sur le marché des devises (taxe Tobin). L'imposition de ces transactions spéculatives, qui ont le malheur de détourner d'énormes sommes d'argent pour le loisir des quelques super propriétaires mondiaux et ainsi de garder en otage des groupes sociaux entiers - quand ce ne sont pas les populations elles-mêmes - permettrait la création d'un fonds d'aide international à la citoyenneté, à l'environnement et à la culture. Le mouvement ATTAC cherche aussi à amener les gouvernements à abolir les paradis fiscaux et centres financiers extraterritoriaux, lesquels favorisent l'évasion fiscale, la corruption, le blanchiment d'argent et la fuite de capitaux.

Pour comprendre. Pour débattre. Pour transformer.

Des articles, des interventions, des livres, des études, des comptes-rendus.

ATTAC-Québec entend rendre disponibles des documents portant sur les marchés financiers, la spéculation, l'investissement, les paradis fiscaux, la criminalité financière et les autres questions économiques que les « grands médias » passent sous silence. Nous pensons en effet qu'il est important qu'un autre point de vue se fasse entendre si nous voulons qu'un autre monde soit possible.

ATTAC-Québec

5744, avenue de l'Esplanade, Montréal (Québec) H2T 3A1

tél : (514) 279-7364

télec. : (514) 352-0046

quebec@attac.org

www.attac.org/quebec/