

# LE RÔLE MACRO-ÉCONOMIQUE DE L'ENDETTEMENT

GÉRARD MAAREK\*

## *L'ENDETTEMENT, NOUVEAU FLÉAU DES ÉCONOMIES CONTEMPORAINES ?*

Ignoré dans les années 60, négligé dans les années 70, le phénomène de l'endettement a pris une place croissante et maintenant déterminante dans la réalité des économies contemporaines. Qu'il s'agisse de celle des Etats ou du secteur privé, la dette est perçue comme une menace susceptible de remettre en cause, à tout moment, le bon fonctionnement de la machine économique. L'expérience accumulée ces dernières années a de quoi justifier ces appréhensions. Nous avons assisté à une succession de catastrophes qui toutes, de près ou de loin, prenaient leur source dans une situation de surendettement. Citons, sans chercher à être exhaustif, la crise de l'immobilier et la crise bancaire survenues aux Etats-Unis et au Royaume-Uni à la fin des années 80, l'effondrement des systèmes bancaires scandinaves au début des années 90, puis dans l'ordre international la crise mexicaine de 1995, enfin celle dans laquelle se débattent aujourd'hui les pays d'Asie. La France, dont les banques viennent de traverser de réelles difficultés, a aussi payé son tribut à l'endettement.

43

Pendant la même période, la croissance rapide des dettes publiques a aussi généré de sérieuses difficultés. A déficit inchangé, les charges d'intérêt ont évincé les dépenses courantes ; à volume d'épargne donné, la ponction des Etats a pu déséquilibrer les marchés des capitaux et provoquer une hausse des taux d'intérêt de marché. Mais autant ces questions ont reçu un traitement théorique et empirique approfondi, autant le rôle de *l'endettement privé* reste peu exploré. Il a encore peu de place dans l'appareil statistique et analytique dont disposent les administrations économiques. Il est presque absent de la vulgate dont font usage les médias et les hommes politiques. Cette situation tient probablement au fait qu'occupés à traiter des problèmes hérités du passé, l'inflation et le chômage, ils n'ont pris conscience que très progressivement que l'endettement pouvait devenir, en certaines circonstances, un fléau

---

\* Responsable des études économique à la Caisse Nationale du Crédit Agricole.

macro-économique d'un genre nouveau. La représentation des processus économiques suit avec retard l'évolution des réalités. Elle était jusqu'ici trop étroitement inspirée des schémas de la Comptabilité nationale. L'étanchéité conceptuelle entre mécanismes réels et mécanismes financiers, la sous-estimation du rôle du change et de l'intérêt, la litanie du raisonnement usuel sur les composantes de la demande interdisaient une bonne compréhension globale de cette situation nouvelle.

La connaissance commune, empreinte de keynésianisme et de monétarisme naïfs, décrit l'économie comme un circuit où s'écoulent des flux de produits, de revenus et de dépenses, qui s'auto-entretiennent. Dans ce schéma, les impulsions de la dépense publique se propagent à l'ensemble. La disponibilité du crédit, plus que son coût, influence le comportement d'investissement des entreprises. Enfin, la politique monétaire se réduit à un maniement des agrégats, dont le volume conditionnerait, par un mécanisme qui est rarement explicité, le niveau général des prix.

Avec la déréglementation des marchés de l'argent, les comportements ont gagné en sophistication. Pour les entreprises comme pour les ménages, les variables patrimoniales sont devenues déterminantes. De cela il est résulté qu'absorbés à scruter l'évolution des prix de détail, les décideurs publics, dans la plupart des pays cités plus haut, ont été trop peu attentifs à l'envolée du prix des actifs ; que trop concentrés sur l'étude de la masse monétaire, ils n'ont pas pris garde à l'expansion du crédit bancaire ; qu'enfin trop attentifs à la conjoncture dans l'industrie manufacturière, ils ont négligé celle de l'immobilier de bureaux.

L'objet de cette courte note est de proposer quelques grilles de lecture simples, sans prétendre à la rigueur. On commencera par rappeler les fonctions économiques de l'endettement, comme instrument de transfert intertemporel de pouvoir d'achat, mais aussi comme multiplicateur de financement, toutes fonctions éminemment utiles à la société. L'endettement peut devenir aussi un multiplicateur de rentabilité. Cependant, un usage excessif de cet « *effet de levier* » n'est pas sans danger. Comportant un pari sur l'avenir, il peut entraîner quelques déboires pour le créancier et pour le débiteur. L'évaluation rationnelle du risque rencontre très vite ses limites. Des mouvements synchrones de ce type peuvent provoquer dans toute l'économie une réallocation brutale des portefeuilles entre actifs physiques et actifs financiers et dans le cas où prévaut une volonté de se désendetter, une fluctuation brutale du prix de ces actifs (baisse pour les premiers, hausse pour les seconds). Dans son sillage, l'activité et l'emploi vont se contracter. Selon l'intensité du phénomène, on assistera, soit à l'enlisement de l'économie dans une situation de sous-emploi, soit à l'amorce d'une boucle déflationniste, que seule une politique économique active pourra enrayer.

*L'ENDETTEMENT, MULTIPLICATEUR DU FINANCEMENT*

Evoquons d'abord, brièvement, le rôle de l'endettement comme moyen de déplacer dans le temps un pouvoir d'achat momentanément sans emploi, ou au contraire d'anticiper sur la perception d'un revenu futur. Dans une économie pure de distribution, où les dotations initiales des consommateurs sont données, la diversité de leurs plans de consommation peut les conduire à prêter ou à emprunter, en respectant leur contrainte de budget inter-temporelle. « Cette théorie fait abstraction des incertitudes sur les besoins et sur les prix futurs, comme des limitations sur les facultés d'emprunt des individus plus étroitement que ne l'exige leur solvabilité sur l'ensemble des  $T$  périodes étudiées ». (E. Malinvaud, *Leçons de micro-économie*, chapitre X). Le crédit à la consommation s'apparente à ce type de fonctionnement, pourvu que l'environnement présente une stabilité suffisante.

Plus importante, mais aussi plus intéressante, est la contribution de l'endettement au financement de l'activité d'entreprise. Elle permet un démembrement de la fonction de l'entrepreneur. Le propriétaire (ou l'actionnaire) assume les risques inhérents à son activité ; il en retirera un revenu (le profit) faible ou élevé selon le succès de son investissement. Il n'est pas exclu qu'il ait à supporter la perte d'une fraction ou de la totalité de son capital. Au contraire, le créancier apporte des ressources à la firme, mais ne réclame en contrepartie qu'un revenu convenu à l'avance (l'intérêt). Cette division des tâches est féconde. Elle a permis une expansion considérable de l'échelle de la production. Considérer *a contrario* le cas des sociétés où le prêt à intérêt était interdit...

45

Le prêteur supporte cependant un risque résiduel, celui de ne pas recevoir l'intérêt dû ou pire de ne pas être remboursé de sa créance, en tout ou en partie. La pratique est d'offrir au prêteur des sûretés réelles, gages, aval de tiers, etc. La mise en *pool* des prêteurs, par les banques, limite davantage encore leurs risques. Tant qu'il s'agit de risques indépendants au sens statistique du terme, c'est-à-dire faiblement corrélés entre eux, la loi des grands nombres fait apparaître des économies d'échelle appréciables (le risque croît comme la racine carrée du nombre des opérations). Il en va autrement quand se réalise un risque non diversifié commun à l'ensemble des entreprises d'une même économie. La macro-économie de l'endettement devient alors pertinente.

Rappelons enfin que, du côté des débiteurs comme des créanciers, des réserves financières (fonds propres des banques et des entreprises), possédées en propre, sont nécessaires pour amortir les fluctuations des résultats attendus. Leur intégrité est nécessaire au bon fonctionnement de l'économie.

Avec un taux d'endettement des entreprises de 50 % et un ratio Cooke de 8 %, 1 franc de réserves financières dans les banques est susceptible de mettre en mouvement 25 francs d'investissement !

### *L'ENDETTEMENT, MULTIPLICATEUR DE LA RENTABILITÉ*

Dans les conditions de financement décrites plus haut, on s'attend assez naturellement à ce que le taux de profit soit supérieur à celui de l'intérêt. Les fonds propres doivent être davantage rémunérés que la dette. Il faut bien compenser le risque pris par l'investisseur.

Dans un monde où l'accès au crédit n'est pas rationné, où chacun peut emprunter ou prêter au même taux sans limites, la structure de financement de l'entreprise reste cependant indéterminée. L'actionnaire peut modifier sans effort une répartition entre dette et fonds propres, qu'il juge inadéquate, par achat ou vente de créances. Ce résultat dû à Modigliani et Miller, pour paradoxal qu'il soit, est d'une grande robustesse théorique. Mais il contredit le discours usuel qui fait du ratio d'endettement une grandeur critique de l'analyse financière.

Une première manière de lever ce paradoxe est de prendre en compte l'effet de la fiscalité sur les profits. Les intérêts étant déductibles, les entreprises (et leurs actionnaires) sont incitées à s'endetter au maximum. Mais elles sont freinées dans leur élan par le coût qu'entraînerait une faillite éventuelle, faillite d'autant plus probable que l'endettement est important. On suppose ici que l'entreprise est liquidée, aussitôt qu'elle est dans l'impossibilité de faire face au service de la dette. Une notion de *taux d'endettement optimal* émerge de cette discussion. Toutefois, cette construction est fragile, car étroitement conditionnée par l'existence d'un impôt sur les bénéfiques. En son absence, l'endettement serait totalement déconseillé.

Une façon plus réaliste de concilier les faits et la théorie consiste dans la prise en compte d'un comportement spécifique des managers de l'entreprise. Le coût de la faillite ne se résume pas pour eux à une perte en capital, mais à un dommage professionnel difficilement réparable. De même, l'hypothèse d'un accès illimité au crédit des investisseurs en actions n'est pas vérifiée dans les faits. Les arbitrages postulés par Modigliani et Miller ne sont pas toujours réalisables.

Le choix du manager va consister à maximiser le résultat sur lequel il est jugé, c'est-à-dire la rentabilité financière de l'entreprise (celle des fonds propres). Mais il doit se garder aussi de générer une volatilité trop grande de ses résultats qui lui attirerait les reproches de ses actionnaires et augmenterait à son détriment le risque de faillite. L'espérance mathématique de la rentabilité financière croît avec le taux d'endettement (c'est l'*effet de levier*), en même temps que sa variance. Il lui faut donc réaliser un compromis entre ces deux exigences. D'où une seconde voie,

plus praticable, pour déboucher sur la notion de *taux d'endettement optimal*.

L'intensité avec laquelle il est fait usage de l'*effet de levier* dépend donc du choix des dirigeants de l'entreprise. Mais ils devront composer avec la volonté de leurs prêteurs, banquiers ou porteurs de titres, qui vont les borner par une norme d'endettement ; norme en vigueur pour le secteur considéré, en partie conventionnelle, en partie héritée de l'histoire passée. Une hypothèse forte sera de considérer dans la suite que les créanciers et les débiteurs perçoivent le risque (au moins le risque non diversifié) de façon assez parallèle. Quand l'environnement paraît à tous moins risqué, les chefs d'entreprise s'enhardissent et les banquiers deviennent moins regardants. L'évolution cyclique de la perception du risque explique, mais aussi est expliquée, par l'évolution du cycle des affaires. Ce point sera développé plus loin.

### **PRINCIPE DE L'EFFET DE LEVIER**

On note

Re : la rentabilité économique

Rf : la rentabilité financière

D : la dette

K : le capital physique (immobilisations)

A : le résultat de la période (hors charges d'intérêt)

r : le taux d'intérêt

On a :  $Re = A/K$

$$Rf = (A-rD)/(K-D)$$

d'où :  $Rf = Re + (Re-r)*(D/K-D)$

La rentabilité financière est égale à la rentabilité économique majorée d'un terme (levier d'endettement) proportionnel d'une part à l'excès de la rentabilité économique sur le taux d'intérêt, d'autre part au ratio dette sur capitaux propres.

### **CHOIX D'UN TAUX D'ENDETTEMENT OPTIMAL**

La rentabilité économique est une variable aléatoire d'espérance Re et d'écart-type s.

L'entreprise maximise  $E(Rf) - 2*\mu*s^2/(Re - r)$ , combinaison de l'espérance et de la variance de Rf.

On obtient pour le taux d'endettement optimal  $d_{opt} = D/K$  :

$$d_{opt} = 1 - 2*\mu*s^2/(Re - r).$$

$d_{opt}$  croît avec l'écart (Re-r), décroît avec l'incertitude  $s^2$  et l'averssion pour le risque  $\mu$ .

*L'ENDETTEMENT,  
ACCÉLÉRATEUR DE LA CROISSANCE'*

Supposons fait le choix d'un taux d'endettement compatible avec la norme d'endettement imposée par les créanciers. Supposons qu'une fraction constante des profits soit réinvestie. Alors il est aisé de montrer que le rythme de croissance du capital installé se proportionne à la rentabilité financière. Or celle-ci est une fonction croissante du taux d'endettement. Le taux de croissance de la firme est donc d'autant plus élevé qu'elle aura choisi de s'endetter davantage, et accessoirement de distribuer moins de dividendes.

Toutefois au plan macro-économique, le taux d'endettement est limité par la disponibilité des fonds prêtables par les ménages (laquelle en première approximation est indépendante du taux de croissance). Le taux de croissance « autorisé » à l'économie par les conditions financières du moment est donc entièrement déterminé. Il est d'autant plus élevé que le taux d'intérêt réel est bas, que la rentabilité économique est élevée et que le risque perçu est faible. On en déduit, en passant, le contenu des politiques propres à lever les obstacles à la croissance : un partage de la valeur ajoutée favorable aux entreprises, une politique monétaire accommodante, etc.

48

Quittant le plan normatif, force est de constater le rôle joué par l'état psychologique de l'investisseur vis-à-vis du risque. Un regain de confiance ou au contraire une méfiance accrue peuvent modifier le cours des choses.

Le taux de croissance « autorisé » doit être confronté au taux de croissance « naturel » de l'économie, celui fixé par la croissance de la population active et par le progrès technique (supposé non incorporé). Si le premier l'emporte sur le second, l'économie tendra vers le plein emploi. Des tensions sur les salaires entraînant une dégradation de la rentabilité économique seront la force de rappel qui fera coïncider de nouveau taux « autorisé » et taux « naturel ». Dans le cas contraire, le chômage ira croissant, faute pour l'économie d'avoir pu accumuler un capital suffisant. Il s'agit alors d'un chômage de sous-capitalisation, espèce à laquelle semble bien appartenir celui que la France connaît dans la décennie 90 : le rythme de constitution de nouvelles capacités de production serait tombé au-dessous de 2 % l'an !

**CROISSANCE ET ENDETTEMENT**

On se place dans un régime de croissance équilibré au taux  $g$ .

On note :

$Y$  : l'output courant

$a$  : la part des profits dans la valeur ajoutée

Div : les dividendes distribués

$b$  : la fraction distribuée du revenu de l'entreprise

$I$  : l'investissement de la période.

$d$  : taux d'endettement =  $D/K$

Relations

$$I = g \cdot K$$

$$Re = aY/K$$

$$Div = b \cdot (aY - rD)$$

$$g + b \cdot (Re - r \cdot d) = Re + (g - r) \cdot d$$

(contrainte de financement)

On voit que le taux de croissance est proportionnel à la rentabilité financière et que le taux d'endettement et le taux de croissance sont dans une relation bi-univoque en général croissante :

$$g = (1 - b) \cdot R_f = (1 - b) \cdot (Re + (Re - r) \cdot (d/1 - d))$$

ou encore 
$$d = \{g - Re \cdot (1 - b)\} / \{g - r(1 - b)\}$$

49

**L'ENDETTEMENT EST UN PARI SUR L'AVENIR**

En l'absence de turbulences, la valeur future des variables sur lesquelles se fondent les décisions de prêts/emprunts sont déduites « naïvement » de l'observation du passé. Ce qui ne signifie pas que l'on procède par extrapolation simple, ni non plus que l'on mène une analyse détaillée de toutes les éventualités possibles.

Les variables micro-économiques relatives au débiteur, au projet qu'il veut financer, ainsi qu'à son environnement immédiat, sectoriel ou local, font l'objet d'une étude soignée, tandis que le risque de défaillance est apprécié à partir de régularités statistiques calculées sur un historique plus ou moins riche (*scoring*). Le risque diversifié se prête bien au calcul des probabilités.

Le cadrage macro-économique d'une opération de prêt/emprunt est en général beaucoup plus sommaire. La convention généralement retenue est que demain ressemblera à aujourd'hui. L'attention du banquier ou de son client se portera sur telle ou telle grandeur critique : le taux d'inflation, le taux de change ou le taux d'intérêt. Mais ce type de risque non diversifié n'est pas aisément probabilisable. Autour d'un modèle

déterministe s'enroulent des processus stochastiques décrivant les aléas successifs (non anticipés) affectant l'économie. La stabilité de la loi qui gouverne ce « bombardement » de chocs exogènes n'est en rien assurée. Aux chocs usuels peuvent s'ajouter des chocs de politique économique de plus grande ampleur (une dévaluation inopportune, un plan de relance intempestif, etc.) lesquels peuvent être la conséquence de chocs politiques (changement de majorité, troubles sociaux, etc.).

Le modèle représentatif du mouvement économique est lui-même suspect. Estimé sur séries longues, il n'intègre qu'avec retard les changements structurels intervenus récemment et dont l'importance est difficilement identifiable. Ce débat agite aujourd'hui les conjoncturistes américains. Comment expliquer que l'inflation ne soit pas repartie, alors que le taux de chômage est à un niveau historiquement bas ? Le fonctionnement du marché du travail a-t-il à ce point évolué ? Ou bien les investissements dans les technologies de l'information ont-elles occasionner une rupture du *trend* de productivité ? Questions cruciales mais qui restent sans réponse à ce jour. Même M. Greenspan doute...

Une incertitude au deuxième degré naît du comportement des acteurs qui sont eux-mêmes impliqués dans cet exercice d'évaluation de l'avenir. Certains vont s'efforcer d'apprécier objectivement, à l'aide de modèles structurels, la trajectoire la plus vraisemblable de l'économie, et par voie de conséquence valoriser le projet ou l'actif sous revue. Ce sont les *fundamentalistes*, disons pour faire image, les pères de famille. Mais d'autres vont se contenter, faute de pouvoir tenter un calcul sérieux, de suivre la tendance en cours. Ces *trend followers* ou aventuriers contribueront à l'amplifier. Du poids respectif de ces deux catégories d'acteurs et de son évolution dépend la dynamique des prix et des volumes. Des évolutions explosives sont possibles qui finissent par se solder par une contraction brutale (notion de bulle spéculative). L'analyse gagne en sophistication si l'on envisage l'exploitation que d'autres opérateurs de marché feront de cet état de fait, et ainsi de suite selon une régression à l'infini...

### LES MANIFESTATIONS DU SURENDETTEMENT<sup>2</sup>

L'*insuffisance* ou l'*excès* d'endettement sont donc des notions relatives qui tiennent à la perception, dont on vient de voir combien elle était contingente, que les agents économiques ont de leur environnement à un moment donné.

Une progression forte de l'endettement du secteur privé, légitime au moment où elle se produit, peut brutalement le fragiliser. Inversement, des structures de bilan saines dans un contexte de faible volatilité vont encourager à la prise de risque. On pourra se reporter aux travaux de H. Minsky pour une caractérisation des structures de financement qui



prévalent à ces différents stades. Ainsi, cette alternance de *credit crunch* et de *bulle de crédit* va modeler le cycle économique.

*En toute généralité, le mouvement conjoncturel naît des arbitrages de portefeuille auxquels les agents du secteur privé (ménages et entreprises confondus) procèdent. Ces arbitrages sont révisés chaque fois qu'ils modifient leur évaluation des rendements attendus pour les différentes fractions de leur patrimoine ou que varie l'incertitude qui entoure cette évaluation. Les variations du système de prix et/ou du volume d'activité réconcilient ces choix individuels et la rareté des ressources, disponibles à chaque moment du temps, en actifs réels (capital productif) et en actifs financiers.*

Nous allons nous intéresser à l'apparition d'une situation de surendettement et à toutes les conséquences macro-économiques qui en résultent. La France des années 90 offre une bonne illustration des mécanismes à l'œuvre. On aurait pu de façon symétrique s'attacher à décrire la montée en puissance de l'endettement sur le versant ascendant du cycle.

Une élévation brutale du risque associé à la détention d'un capital productif, ou de la perception que l'on en a, incite à sa conversion en titres ou liquidités procurant un rendement sûr et provoque un tarissement de l'investissement. Le *désir d'entreprendre* recule pour laisser place à la volonté de se désengager qui prend la forme d'une *course à la sécurité financière*. Ces expressions ne comportent évidemment aucun jugement de valeur et ne visent pas à décrire un état d'esprit apparu sans raisons. Elles désignent de façon imagée la réaction des acteurs au nouvel environnement économique dans lequel ils évoluent.

Ce changement peut aussi être encouragé par une diminution du risque que comporte la détention d'actifs financiers. Supposons la banque centrale devenue suffisamment crédible pour que l'opinion soit persuadée que le dragon de l'inflation a été définitivement terrassé. Il n'y a plus alors aucune urgence à se débarrasser de ses avoirs, surtout s'ils sont généreusement rémunérés. Pourquoi dès lors faire appel au crédit ? On gagne au contraire à se désendetter.

Ce basculement est survenu en France au tournant de l'année 1990 (à l'occasion de la Guerre du Golfe ?). L'euphorie qui avait caractérisé la seconde moitié des années 80 est tout à coup retombée. Un grand nombre d'acteurs ont pris conscience de leur grande fragilité financière, comprenant que les hypothèses sur lesquelles ils avaient fondé leur développement seraient démenties dans les faits.

Au cours des années 90, le secteur privé va donc s'efforcer d'allonger sa position nette en actifs financiers. En effet, celle-ci passe de 1600 milliards en 1990 à 4000 milliards de francs en 1995 ; soit une multiplication par 2,5, alors que le stock de capital productif ne progressait que de 15 %. Les politiques budgétaire et monétaire ont rendu possible ce

nouvel équilibre du marché des titres en l'approvisionnant, c'est-à-dire en laissant s'élargir le déficit des administrations publiques et l'excédent de la balance des paiements courants.

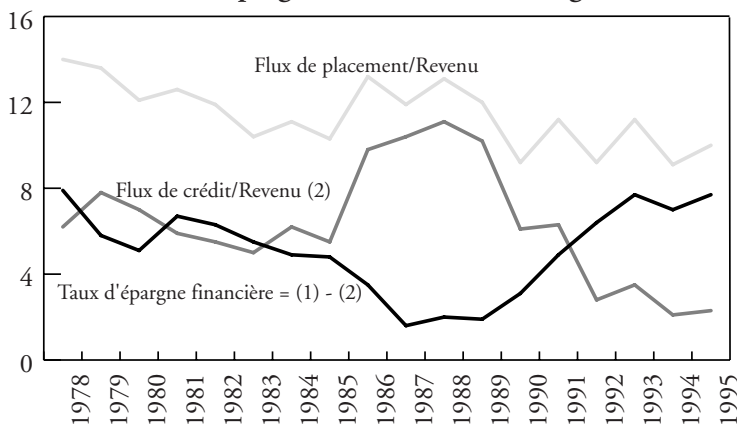
La dette nette de l'Etat, qui avait progressé modérément au cours des années 80, a proprement explosé depuis le début de cette décennie-ci. L'économie française, qui était endettée vis-à-vis des non-résidents, est devenue créancière nette. Cette rupture est un témoignage très clair de la « *course à la sécurité* » qui a caractérisé la période récente.

Dans cette situation la responsabilité du comportement de désendettement est entière. En dépit du fait que les dettes des uns sont les créances des autres, la réaction des débiteurs sera beaucoup plus violente que celle des créanciers. Le risque de faillite est dissymétrique.

A y regarder de près, les ménages n'ont guère modifié leur comportement de placement sur la période : 400 milliards placés en 1990, 540 en 1995, passant timidement de 9 à 10 % de leur revenu disponible. Mais, alors qu'en 1995, leur encours de crédit avait progressé de 125 milliards de francs, cinq ans auparavant, il s'était enflé de 270 milliards. On est passé de 6 % du revenu à seulement 2,4 %. Par abus de langage, les comptables nationaux diront que leur épargne financière nette a donc augmenté d'un peu plus de 4 % du revenu. Dans le même temps, l'investissement en logements a lui régressé de 9,5 % à 6,5 % du revenu des ménages. Les comptables nationaux se consolent en disant que l'épargne totale n'aura augmenté que de 1 %.

52

Graphique n° 1  
Taux d'épargne financière des ménages



Des calculs analogues conduits pour les entreprises montrent que, contrairement à une idée reçue, leurs placements financiers ont baissé en proportion de leur valeur ajoutée. Mais, sur la même période, 1990-1995, leur propension à s'endetter a chuté, encore plus lourdement, de

9,5 points de pourcentage de la valeur ajoutée, tandis que le taux d'investissement baissait de 3 points.

Les structures patrimoniales héritées des années 80, années de croissance rapide et de spéculation, sont brutalement apparues inadéquates aux acteurs du secteur privé : trop d'un endettement coûteux, trop d'actifs réels faiblement productifs, un matelas de réserves financières qu'on aimerait bien épaissir.

### *LES MÉCANISMES DE TRANSMISSION À LA SPHÈRE RÉELLE*

Par quel mécanisme ces impulsions modifient-elles l'équilibre macro-économique ? Comment caractériser la dynamique qui s'instaure une fois généralisée une situation de surendettement ?

Insistons encore sur cette idée simple : un individu isolé peut réussir à restructurer son portefeuille, la collectivité ne peut y parvenir sans une modification du système des prix et des taux et/ou du niveau d'activité.

En l'occurrence, la fuite devant les actifs réels (capitaux productifs de toute nature) entraîne dans un premier temps la baisse de leur prix.

Ainsi, la part de ces actifs réels dans le patrimoine du secteur privé va-t-elle diminuer, tandis que la valeur de la position créancière nette reste constante, car elle est égale comptablement à la dette nette des administrations et des non-résidents, qui a peu de raison de varier dans la courte période. Exprimée en « volume », cette position créditrice nette va mécaniquement augmenter, pendant que la quantité d'actifs physiques demeure inchangée. On retrouve ici la notion d'effet de richesse réelle, chère à Pigou et Patinkin.

La baisse du prix des actifs réels est manifeste et générale sur la période 1990-1995, qu'il s'agisse des biens intermédiaires, des biens d'équipement, de la valeur des entreprises, de l'immobilier, voire des œuvres d'art... Lorsque ces biens sont échangés sur les marchés internationaux, leur prix baisse sous l'effet d'une appréciation de la monnaie nationale, ce qui s'est également produit de 1992 à 1995.

La baisse du prix des actifs réels va se traduire rapidement par celle de la production et de l'emploi. Le prix des capitaux productifs d'occasion sert de référence dans les secteurs où ils ont été produits. Ce prix est confronté, une fois corrigé des effets de l'obsolescence technique, au coût de production des capitaux neufs. Si la baisse du prix des équipements anciens a été trop prononcée, toute incitation à en produire de nouveaux disparaît. Or les coûts de production sont essentiellement constitués, de façon directe et indirecte, par les salaires versés. Il est d'observation constante que cette masse salariale est très inerte, certainement plus inerte que la valeur du produit final. Une première raison

tient à la lenteur avec laquelle se fait l'ajustement des effectifs aux besoins de la production. La seconde, plus fondamentale, réside dans la rigidité à la baisse des salaires dans leur expression nominale. Cette caractéristique du marché du travail est une donnée de fait avec laquelle il faut composer. En son temps, J. M. Keynes avait retenu cette hypothèse dans sa construction théorique (cf. *Théorie générale*, chapitre XIX). Il n'y a guère de la remettre en cause aujourd'hui<sup>3</sup>.

Dans le processus d'ajustement, les prix de vente des biens d'équipement neufs suivent à la baisse ceux des biens d'occasion. Pincée entre des prix qui baissent et des coûts rigides, les marges sont menacées. Les entreprises vont réagir en réduisant leur production, en même temps que les effectifs employés. Car l'amélioration de la productivité des travailleurs restés à leur poste freine la dégradation des profits. Un « dégraissage » violent de ce type a caractérisé la récession de 1993.

Résumons la discussion commencée au paragraphe précédent : lorsque le secteur privé ré-arbitre son patrimoine en essayant d'y faire une plus grande place aux actifs financiers, l'équilibre économique se déplace. Apparaissent simultanément des tendances à la baisse du prix des actifs réels, à l'appréciation du change, à l'élargissement du solde extérieur, à l'érosion des marges bénéficiaires, à la contraction de la production et des effectifs employés.

54

Où conduit ce mécanisme d'involution ? Si le prix de vente des biens neufs ne chute pas trop et si ne se forme pas l'anticipation d'une chute ultérieure, la baisse du prix des actifs va améliorer mécaniquement la rentabilité des entreprises qui auront survécu. On peut espérer voir le système se stabiliser en un nouveau point d'équilibre où les prix, l'activité et l'emploi seront plus bas qu'initialement. La structure du patrimoine « demandée » par les agents économiques est à nouveau compatible avec celle « offerte » dans l'économie, c'est-à-dire héritée du passé. L'objectif reste cependant de restaurer le niveau d'activité et de prix antérieur, en évitant l'*enlisement* dans le sous-emploi.

Mais si une telle stabilisation ne survient pas rapidement, il faut redouter que ne s'amorce une *spirale déflationniste*, telle que la baisse des prix de vente nourrit celle des volumes. Les réserves financières des entreprises et des banques sont menacées par des faillites en chaîne.

Dans les deux cas, une réaction de la politique économique est absolument nécessaire.

### ENDETTEMENT ET POLITIQUE ÉCONOMIQUE

En principe, la Banque centrale dispose du moyen d'enrayer le mouvement de baisse du prix des actifs physiques et/ou l'appréciation du change. Elle doit faire en sorte de réduire l'attrait des titres en monnaie nationale en baissant le taux auquel elle cède de la monnaie

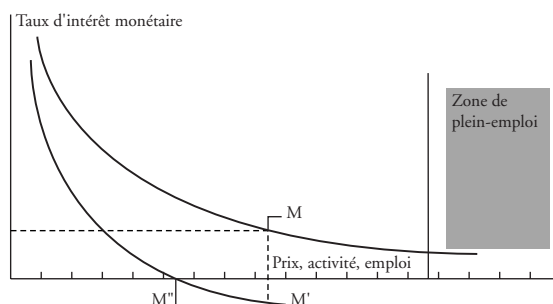
centrale aux banques. La baisse des taux est l'antidote de la baisse des prix. Symétriquement, dans les temps de ruée vers les actifs physiques et de fuite devant les actifs financiers, la hausse des taux est un frein à la hausse des prix.

Cette relation Intérêt/Prix a été mise en évidence par Wicksell et sous-tend sa théorie monétaire. Le lien postulé ici entre taux d'intérêt monétaire et niveau des prix doit être soigneusement distingué de celui introduit par I. Fisher entre taux d'intérêt de marché et anticipation d'inflation. Dans le premier cas, on vise le pouvoir qu'a la politique monétaire d'infléchir la trajectoire des prix, donc à les faire baisser ou monter s'ils sont stables, à les faire accélérer ou décélérer s'ils croissent. Dans le second, on pose une relation d'arbitrage.

La relation entre intérêt et prix (donc entre intérêt et emploi à salaire nominal donné) n'est pas rigide ; elle dépend de l'état de fragilité financière et de la perception des risques attachés aux actifs physiques. Selon les périodes, un même taux nominal (à anticipation d'inflation donnée) peut soutenir un niveau d'emploi fort ou faible, selon que le degré d'optimisme que manifeste le secteur privé. En 1989, les taux réels à long terme étaient à 5 %, un point au-dessus de ceux pratiqués en 1996, mais l'économie allait bon train. C'est la raison pour laquelle l'économétrie est le plus souvent impuissante à décrire les comportements d'accumulation, et en particulier à faire apparaître une relation significative entre le taux d'intérêt et l'investissement.

Mieux qu'un long discours, le diagramme ci-dessous résume cette discussion : à chaque niveau de prix, donc d'activité et d'emploi correspond un taux d'intérêt monétaire d'équilibre. Ces deux grandeurs, intérêt et prix, varient en sens inverse. Tous les autres paramètres de l'économie sont fixés, en particulier le taux de salaire nominal, le montant de la dette publique, la prime de risque attachée à la détention d'actifs physiques. Les anticipations sont dans une relation déterminée avec les grandeurs courantes.

**Diagramme n° 1**  
**Relation Intérêt-Prix**



Il arrive que la politique monétaire se révèle impuissante à éviter l'*enlissement* qui menace. S'enliser, c'est laisser l'économie s'installer dans un régime de fonctionnement où, en dépit de taux d'intérêt faibles, la tendance à la baisse des prix, à la stagnation de l'activité, à l'appréciation du change, aux excédents extérieurs, perdurent.

Dans cette nouvelle figure de la conjoncture qu'est l'enlissement, les taux d'intérêt sont à l'étiage. Au point bas que les banques centrales jugeront infranchissable, ou plus prosaïquement au voisinage de zéro.

Le même schéma montre comment peut survenir une telle situation, qui n'est pas sans relation avec la « Trappe à la liquidité » keynésienne<sup>4</sup>. Le point représentatif de l'économie qui se trouvait en M se déplace en M' sous l'effet d'une augmentation de la prime de risque. Mais comme en M', le taux d'intérêt serait négatif, il se fixe en M'', à un niveau d'emploi et de prix plus faible. La politique monétaire devient inopérante. Il faut alors songer à faire usage de l'arme budgétaire. L'élargissement du déficit (au-delà de ce qu'entraîne déjà le jeu des stabilisateurs automatiques) est en mesure de freiner la baisse des prix et de l'activité. En effet, en augmentant de façon exogène l'offre de titres sur le marché, l'Etat se porte à la rencontre du souhait du secteur privé qui est de faire une plus grande place dans son patrimoine aux actifs financiers réputés plus sûrs. Mais il s'agit là d'un palliatif, à n'utiliser qu'après avoir épuisé toutes les marges de manœuvre en matière de taux d'intérêt et de taux de change. On sait qu'une fois l'économie revenue à l'équilibre, le désendettement de l'Etat devient une opération politiquement difficile.

Le Japon est depuis plusieurs années confronté à ce dilemme : le taux d'intérêt monétaire est à l'étiage (0,5 %) et après avoir fait machine arrière en 1997 en augmentant le taux de TVA, il se voit de nouveau obligé de relancer son économie par le budget. Pourtant, l'économie peine toujours à repartir tant les structures financières des banques sont dégradées...

### PRÉVENTION ET RÉGULATION

Les analyses qui précèdent peuvent se généraliser au cas de l'endettement international, qui lie débiteurs et créanciers appartenant à des zones monétaires différentes. Le schéma est rendu plus complexe par la prise en compte du double comportement des résidents et des non-résidents. L'étendue de la crise asiatique appelle une réflexion urgente sur les moyens de la prévention et de la régulation. Cette question ne sera pas traitée ici.

S'agissant des espaces nationaux, il reste aussi quelques progrès à réaliser dans la gestion des équilibres macro-financiers. Sur le plan de la connaissance statistique d'abord. Le tableau de bord des responsables de la politique économique devrait s'enrichir de données plus fines et plus

pertinentes sur les structures financières des agents économiques, banques, entreprises et ménages. En ces matières, la connaissance des agrégats est insuffisante. Certes, il y a quelque avantage à se soucier de l'Endettement Intérieur Total (EIT) plutôt que de M3. Encore faut-il distinguer l'endettement privé de l'endettement public dont la signification macro-économique est tout autre.

Un EIT privé qui progresse trop vite au regard du PIB peut traduire l'existence de positions « courtes » en actifs financiers trop importantes, *i.e.* d'un usage excessif de l'effet de levier.

La simple observation du boom des crédits-promoteurs (un quasi-doublement pendant la seule année 1990), l'envolée du prix de l'immobilier auraient dû suffire pour alarmer les autorités. L'agrégat M3, censé annoncer l'inflation des prix de détail, n'apportait quant à lui aucune information utile sur la spéculation en cours, puisque de 1986 à 1990 il progressait en moyenne de 5,4 % l'an. On pourrait dire de même du taux d'endettement des *chaebols* coréens, mis trop facilement sur le compte d'une pseudo-spécificité nationale.

Dans un environnement d'inflation stable (et celle-ci le reste tant que les salaires nominaux sont sous contrôle), la Banque centrale ne reçoit pas pour autant *quitus*. Sa politique monétaire doit alors être attentive aux oscillations des comportements d'endettement et de spéculation. Par la parole et au besoin par le maniement des taux d'intérêt, elle doit essayer de prévenir tout emballement ou de contrecarrer toute tendance déflationniste. A. Greenspan est passé maître dans l'art de communiquer sur ces sujets.

La construction monétaire européenne semble pour l'instant les avoir laissés dans l'ombre. La tâche de supervision des banques obéit à un principe de subsidiarité et la future Banque centrale européenne va s'inscrire dans la tradition germanique de pilotage du seul taux d'inflation. Là encore de réels progrès seront nécessaires pour adapter la politique économique de l'Union à ce nouvel univers financier dans lequel l'endettement jouera un rôle majeur, pour le meilleur et pour le pire....

## NOTES

1. Sur ce thème, voir V. LÉVY-GARBOUA et G. MAAREK « *La dette, le boom, la crise* », Editions Economica, 1985.
2. Sur ce thème, voir G. MAAREK « *Economie de l'enlèvement* », Editions Economica, 1997.
3. Cette question a été traitée tout récemment par G. AKERLOFF, W. DICKENS, G. PERRY « The macroeconomics of low inflation » *Brookings papers*, 1996.
4. Keynes désigne ainsi une situation où le taux d'intérêt, tombé au voisinage de zéro, ne réagit plus à une injection croissante de monnaie. cf. J.R. HICKS « Mr. Keynes and the Classics » *Econometrica* 1937/4.