
Épargne, innovations financières et croissance

Michel Aglietta,

Professeur, Université de Paris X

Plus le système financier permet la concurrence, plus l'économie mondiale se porte bien. Ce postulat est devenu un lieu commun depuis que la vague de libéralisation financière s'est emballée. Par « système concurrentiel », les défenseurs de la tendance actuelle dans les innovations financières entendent les plus larges possibilités d'arbitrage entre les différentes sortes de capitaux et entre les devises. Une telle opinion repose généralement sur des arguments micro-économiques : allocation de l'épargne plus efficace, marchés et risques mieux diversifiés, marges bénéficiaires plus serrées pour les firmes financières et moindres coûts du crédit pour les emprunteurs des secteurs non financiers.

3

Les risques systémiques ont remis en cause cette opinion à la mode. Le système financier ne fonctionne en effet pas dans des conditions d'information parfaite. Lorsque l'incertitude fait partie du tableau, la stabilité d'un système financier déréglementé peut être sérieusement ébranlée. La concurrence peut, tant sur le marché des titres que sur celui du crédit, engendrer des effets externes perturbateurs : les bulles spéculatives, le surendettement, les prises de risques excessives sont à cet égard d'indéniables réalités. La hausse vertigineuse des prix de l'immobilier au Japon et en Grande-Bretagne, la dette insolvable du tiers-monde ou la faillite des caisses d'épargne américaines ne sont nullement des incidents fortuits. Ce sont les signes d'une inadéquation fondamentale entre un système financier de dimension internationale et des garde-fous inopérants.

La nécessité d'établir une stabilité financière générale rencontre une approbation croissante. Les autorités régulatrices des principaux pays industriels s'y emploient d'ores et déjà. Il existe une autre perspective permettant d'évaluer les performances du système financier déréglementé des années 80. Il s'agit de la relation macro-économique entre l'épargne et la croissance. La baisse des taux d'épargne, la hausse persistante des taux

d'intérêt réels et la médiocrité des taux moyens de croissance sont autant de phénomènes qui constituent l'héritage des années 80. Ils méritent d'être étudiés attentivement afin de déterminer si le système financier va combler les désirs de ses défenseurs en améliorant et en stabilisant la croissance.

Les principaux points que je voudrais souligner sont les suivants :

— Les niveaux des taux de l'épargne privée ne subissent guère l'influence des taux d'intérêt réels.

— Même dans un environnement parfaitement concurrentiel, la structure du système financier n'est pas neutre dans l'accumulation de capital. L'épargne va-t-elle être investie dans de nouvelles ressources productives ou dans des titres de propriété sur des avoirs immobiliers ou financiers déjà existants ? Le crédit va-t-il s'orienter vers les entreprises ou vers les consommateurs ? Tous ces facteurs joueront, à long terme, un rôle décisif.

— Les bulles spéculatives qui apparaissent sur certains marchés de titres peuvent entraîner, sur les marchés de capitaux dans leur ensemble, rendus vulnérables par la multiplication des risques d'insolvabilité, une hausse des taux d'intérêt réels, décourageant l'investissement productif, ou favoriser l'inflation, en fonction de la politique monétaire adoptée.

— Pour financer les projets des investisseurs, les banques ne sont pas tributaires de l'épargne existante. Elles sont capables d'anticiper sur la formation de l'épargne future. Il en résulte qu'un système financier sans banques ou un système soumettant les banques à des règles trop rigides, pourrait s'avérer défavorable à la croissance.

4

ENQUÊTE SUR LES TRANSFORMATIONS DE L'ÉPARGNE

Commençons par les connaissances empiriques dont nous disposons au sujet de l'épargne privée, son déclin général, relatif au PIB et ses transformations structurelles au cours de la dernière décennie.

Évolution des taux d'épargne privée

Il est bien connu que les taux d'investissement ont substantiellement baissé depuis les jours de gloire de la croissance rapide des années 60. Cela n'est guère surprenant si l'on considère le ralentissement de la croissance elle-même. Si les ratios du capital productif et du patrimoine des ménages au revenu s'étaient maintenus, la baisse des taux d'épargne et celle des taux d'investissement seraient proportionnelles à la diminution des taux de croissance. Mais il n'en a pas été ainsi. Les distorsions entre les évolutions des taux d'épargne et d'investissement dans les principaux pays de l'OCDE ont été largement responsables des déséquilibres financiers internationaux. Le *tableau 1* illustre ces évolutions relatives. Les comparaisons internationales entre niveaux d'épargne étant, en raison des différences de procédures

comptables entre pays, dépourvues de sens, seul se prête aux comparaisons internationales le rythme des changements.

Les Etats-Unis sont le seul pays où le taux d'épargne et le taux d'investissement privés ont baissé parallèlement. Dans les autres pays, les taux de l'épargne privée ont baissé moins vite que les taux de l'investissement privé, améliorant ainsi les positions financières nettes du secteur privé. En outre, le classement des pays selon la baisse des taux de croissance correspond à celui de la diminution des taux d'investissement privé, non pas à celle des taux d'épargne privée. Ces résultats indiquent que les coefficients du capital au revenu ont été plus stables que ceux du patrimoine au revenu, malgré les changements considérables qu'ont connus les prix des facteurs de production. On peut facilement admettre qu'une croissance ralentie est une cause commune à la baisse de ces deux coefficients. Mais le préjugé à la mode qui place l'affaiblissement de l'épargne comme facteur premier du ralentissement de l'investissement, paraît bien plus discutable et mérite d'être étudié de près.

TABLEAU 1

ÉPARGNE PRIVÉE, INVESTISSEMENT PRIVÉ ET CROISSANCE DE LA PRODUCTION

Pays	Changements entre la moyenne de 1984-1987 et celle de 1964-1972			Taux de croissance annuel moyen du PIB		
	Taux d'épargne privée	Taux d'investissement privé	Ecart	1960-1973	1973-1987	Ecart
Etats-Unis	- 2,4	- 2,1	- 0,3	4,0	2,5	- 1,5
Japon	- 8,0	- 12,4	4,4	9,6	3,7	- 5,9
Allemagne	- 3,2	- 7,2	4,0	4,4	1,8	- 2,6
France	- 6,4	- 9,7	3,3	5,4	2,1	- 3,3
Italie	- 4,0	- 5,2	1,2	5,3	2,8	- 2,5
Royaume-Uni	0,6	- 2,6	3,2	3,2	1,7	- 1,5

Source : Comptes nationaux de l'OCDE (1989).

Transformations dans la composition de l'épargne privée

La dimension première de la composition de l'épargne privée réside dans la distinction entre épargne des entreprises et épargne des ménages. On pourrait objecter qu'une telle distinction n'a aucune importance ; seule compte la totalité de l'épargne quand le développement de l'une se traduit automatiquement par une évolution inverse de l'autre. C'est un argument semblable à la neutralité à la Barro entre la composante privée de l'épargne

nationale et la composante publique. Nous savons pourtant que la dernière neutralité est loin d'être complète. Qu'en est-il au juste de la première ?

Etant donné que le traitement statistique des entreprises individuelles varie largement d'un pays à l'autre, l'écart entre l'épargne des entreprises et celle des ménages n'a de signification qu'en termes d'épargne financière nette. Cette interprétation n'est pas tirée par les cheveux parce qu'en définitive les ménages sont les détenteurs exclusifs de la richesse privée.

La composition de l'épargne financière nette est donnée dans le *tableau 2* pour les trois principaux pays de l'OCDE. Aux Etats-Unis, la double compensation ne s'applique pas. Bien réelle au début des années 80, la détérioration de l'épargne publique s'est trouvée compensée par une hausse équivalente de l'épargne financière privée. Mais c'est une conséquence de la récession et du ralentissement des investissements ; cela n'avait rien à voir avec l'équivalence ricardienne. Lorsque la croissance reprit en 1983, l'épargne publique s'affaiblit bien plus que l'épargne privée ne se renforça, d'où la détérioration de la balance courante. En outre, l'épargne financière des ménages et celle des entreprises se mirent à baisser ensemble ; ce qui entraîna une diminution profonde de l'épargne privée. L'Allemagne et le Japon fournissent des schémas inverses. Dans aucun de ces deux pays, l'accroissement de l'épargne publique n'a été accompagné par une baisse équivalente de l'épargne privée. En Allemagne, elles se sont renforcées de concert au cours des années 80. Quant à l'épargne des ménages et à celle des entreprises, leurs évolutions se sont, en partie, compensées mutuellement, mais certes pas complètement. Une hausse importante et constante de l'épargne des entreprises, depuis la fin des années 60, a été accompagnée d'une baisse fort modérée de l'épargne des ménages.

TABLEAU 2

TAUX D'ÉPARGNE FINANCIÈRE DANS LE PIB

Pays	Épargne des entreprises *	Épargne des ménages	Total du secteur privé	Épargne publique	Total national
<i>Etats-Unis</i>					
Moyenne 1965-1974	- 2,0	2,8	0,8	- 0,4	0,4
Moyenne 1975-1981	- 1,1	2,7	1,6	- 1,3	0,3
1982	- 0,5	4,1	3,6	- 3,6	0
1985	- 0,7	1,1	0,4	- 3,4	- 3,0
1987	- 1,0	0,1	- 0,9	- 2,5	- 3,4
<i>Japon</i>					
Moyenne 1965-1974	- 7,7	7,9	0,2	0,6	0,8
Moyenne 1975-1981	- 5,6	10,0	4,4	- 4,1	0,3
1982	- 4,5	8,8	4,3	- 3,6	0,7
1985	- 5,0	9,5	4,5	- 0,8	3,7
1987	- 5,4	8,4	3,0	0,6	3,6
<i>Allemagne</i>					
Moyenne 1965-1974	- 6,2	7,4	1,2	- 0,3	0,9
Moyenne 1975-1981	- 4,3	7,5	3,2	- 3,3	- 0,1
1982	- 3,5	7,1	3,6	- 3,3	0,3
1985	- 2,5	6,1	3,6	- 1,1	2,5
1987	- 0,8	6,4	5,6	- 1,8	3,8

Source : CEPII, base de données MIMOSA.

* L'épargne des entreprises comprend les secteurs financiers et non financiers.

Différentes configurations sont ainsi possibles pour déterminer la composition de l'épargne privée. A considérer les années 80, on peut dire, en ce qui concerne les pays de la CEE, que quelles que soient les causes qui ont permis à l'épargne des entreprises de compenser ainsi le déclin de l'épargne des ménages, ce phénomène a reflété la grande transformation qui s'est effectuée dans la distribution du revenu. La part des profits s'est accrue et la part des salaires a baissé dans le PNB avec la désinflation. Etant donné que les

politiques ont été restrictives et que le fardeau de la dette passée s'était alourdi, les entreprises se sont montrées sélectives sur le choix de leurs investissements. Des bénéfices plus importants débouchèrent sur une amélioration des positions financières.

Il est cependant clair que la hausse des revenus des entreprises ne fut que la contrepartie de très hauts niveaux de chômage. Il s'agit d'un phénomène transitoire, entre forte et faible inflation, et non pas d'une dérive des revenus causée par un genre particulier de progrès technique économisant la main-d'œuvre. On en déduira que l'épargne des ménages est la force motrice de l'épargne privée à long terme. Les facteurs tant structurels qu'institutionnels de l'inflation qui animent ces tendances affectent la croissance et la prospérité de l'économie.

Transformations structurelles de l'épargne des ménages

De 1980 à 1987, c'est en France et en Grande-Bretagne que le taux de l'épargne des ménages a baissé le plus, perdant respectivement 8,9 et 7,5 %. La baisse a été, en revanche, très modérée en Allemagne (– 0,8 %) et en Italie (– 0,3 %). L'évolution de ce taux aux Etats-Unis (– 2,5 %) et au Japon (– 2,3 %) se situe à un niveau intermédiaire. Il n'existe pas d'explication communément admise quant aux facteurs permettant de comprendre tant la baisse généralisée que les variations entre pays. L'Allemagne et l'Italie, par exemple, partagent une approche conservatrice des innovations financières, mais ont connu des taux d'inflation divergents. J'éviterai de me livrer ici à une comparaison détaillée entre pays. Je voudrais cependant souligner les facteurs déterminants de l'évolution de l'épargne des ménages en fonction des différentes études disponibles, ainsi que leurs éventuels rapports avec les innovations financières. Il existe des facteurs à court terme et des facteurs à long terme qui peuvent expliquer les différents aspects de l'épargne des ménages. Ils expriment tous deux la réalisation des plans de consommation. A court terme, l'épargne amortit l'effet des variations de revenu. A long terme, elle transmet le revenu au cours du cycle de vie. La flexibilité dont fait preuve l'épargne à remplir ses deux fonctions dépend de la structure financière.

L'épargne comme amortisseur de choc

Dans tous les pays industriels, l'évolution de la consommation totale par habitant est restée stable. Délibérément ou sous la contrainte sociale, les ménages tentent de maintenir leur niveau de consommation lorsqu'ils subissent un ralentissement de leur revenu réel courant. Plus la croissance des revenus ralentit, plus le taux d'épargne baisse. Plus la contrainte sur les liquidités est souple, plus l'ajustement de l'épargne est possible. La part que les ménages consacrent à l'épargne peut baisser, soit qu'ils dépensent une plus grande partie de leurs revenus courants, soit qu'ils entament leur patrimoine, soit qu'ils s'endettent. La déréglementation financière a, dans les années 80, substantiellement assoupli les contraintes sur les liquidités. La substitution des titres aux dépôts a étendu la gamme des quasi-liquidités qui leur sont accessibles. C'est la concurrence entre secteur bancaire et secteur

para-bancaire qui a engendré le récent développement du crédit à la consommation. Les prêts personnels sont devenus accessibles à tous les niveaux de revenus, grâce à l'assouplissement des échéances, du financement ou des garanties, et même, dans certains pays, grâce à la suppression des restrictions de crédit. Prêter sur l'anticipation des plus-values sur le patrimoine est devenu une pratique courante. Cela a produit un effet d'enrichissement en termes nominaux qui a largement bénéficié, en termes réels, de la désinflation des années 1982-1987.

Les facteurs mentionnés ci-dessus apparaissent directement ou indirectement dans l'économétrie de la fonction de consommation. Les régressions, dans les modèles macro-économiques, mettent, d'habitude, toujours en évidence l'influence considérable qu'exerce le revenu courant réel disponible. L'élasticité de la consommation par rapport au revenu est inférieure à 1 à court terme ; elle est égale à 1 à long terme (MIMOSA, 1990). Cela confirme la théorie selon laquelle l'épargne serait un amortisseur des chocs à court terme. Les effets patrimoniaux sont plus difficiles à mettre en évidence. Si le patrimoine s'élève plus vite que le revenu, l'épargne devrait s'ajuster à la baisse pour que le ratio du patrimoine au revenu revienne à son niveau souhaitable. On peut observer l'effet de richesse réelle à travers l'influence positive des taux d'inflation sur la part consacrée à l'épargne dans tous les pays à l'exception de l'Allemagne, où le rythme et la versatilité de l'inflation ont toujours été modérés (*Bosworth, 1990*). Les effets des plus-values nominales sont beaucoup plus difficiles à appréhender. Leurs conséquences en termes de richesse nominale ne sont guère probantes parce qu'il n'existe pas de mesure fiable des plus-values en capital.

9

Enfin, la sensibilité du partage entre consommation présente et consommation future aux variations du taux d'intérêt réel est faible ou nulle. Il n'y a qu'aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne et en Allemagne que le niveau des taux d'intérêt à long terme semble avoir une influence positive sur le taux d'épargne.

Le taux d'épargne dans le cycle de vie

Les facteurs à long terme, tels que le développement des structures démographiques, ne viennent pas aisément, dans les régressions usuelles, expliquer l'évolution des taux d'épargne. Mais les modèles de simulation du cycle de vie, sur une période assez longue pour permettre de tenir compte du renouvellement des générations, peuvent fournir une estimation des conséquences des grandes transformations démographiques qu'ont connues tous les pays (*Aglietta, Brender, Coudert, 1990*).

Un cadre analytique a été élaboré pour étudier les conséquences que des structures démographiques très différentes ont eu sur le taux d'épargne des ménages aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne. Les principales conclusions en sont réunies sur le *graphique 1*. Trois groupes d'âge sont distingués. Les jeunes ménages (de 20 à 40 ans) consomment plus que ce qu'ils ne gagnent et empruntent. Les ménages d'âge mûr (de 40 à 65 ans) bénéficient de revenus plus élevés, sur lesquels ils épargnent pour rembourser leurs dettes et accumuler un patrimoine en vue de leur retraite. Les ménages

de retraités (de plus de 65 ans) consomment les fruits de leur patrimoine jusqu'à leur mort. Ce modèle suppose que les gens ne transmettent pas à leurs descendants une richesse supérieure à celle qu'ils avaient reçue de leurs ascendants.

Notre cadre diffère du modèle standard de cycle de vie en ce qu'il inclut des contraintes financières. Les jeunes ménages ne peuvent emprunter librement sur leurs revenus futurs. Leur capacité à emprunter est limitée par des contraintes sur les liquidités qui diffèrent d'un pays à l'autre. La consommation ne dépend donc pas seulement du revenu permanent, mais aussi du revenu courant. Dans cette hypothèse, la déréglementation financière entraîne une baisse du taux d'épargne. Elle réduit les restrictions sur les liquidités pour toutes les tranches d'âge. Ainsi, la propension à consommer dans les limites du revenu courant est amoindrie tandis que la part que consacrent les jeunes ménages à l'épargne est réduite. Cette conséquence directe n'est guère compensée, au niveau du taux d'épargne total, par l'épargne supplémentaire requise ultérieurement pour le remboursement d'une dette plus lourde. En définitive, une baisse des taux d'intérêt a une conséquence plus équivoque sur le taux d'épargne que l'assouplissement des conditions de crédit. Une telle baisse ne s'effectue pas sans changements sur la répartition de la consommation par tranches d'âge. Les jeunes peuvent emprunter et consommer davantage, tandis que les ménages d'âge mûr touchent moins d'intérêts et consomment moins. La conséquence générale dépend de la structure démographique. Si la proportion de jeunes est importante, des taux d'intérêt plus bas réduiront le taux d'épargne total, alors que c'est l'inverse qui se vérifie lorsque le nombre d'adultes d'âge moyen est prédominant.

En réunissant les différents facteurs qui composent le modèle, on arrive à la simulation décrite par le *graphique 2*. La simulation des taux d'épargne est obtenue en fonction des hypothèses suivantes : le développement, rétrospectif et prospectif, des structures démographiques provient des statistiques et projections de l'ONU ; le taux de croissance réel est donné pour l'avenir en se fondant sur la moyenne des vingt dernières années pour chaque pays ; la propension à consommer dans les limites du revenu courant correspond, dans chaque pays, au degré de restriction sur les liquidités atteint en 1985, et elle est supposée ne pas varier dans l'avenir. Le *graphique 2* décrit, pour l'essentiel, l'impact des transformations à long terme des structures démographiques sur l'évolution du taux d'épargne. Les principaux enseignements en sont les suivants : le vieillissement de la population active aux Etats-Unis devrait provoquer un relèvement des taux d'épargne jusqu'à l'an 2005 ; l'importance croissante des retraités dans la population japonaise depuis 1985, devrait entraîner une légère baisse du taux d'épargne ; le taux d'épargne en Allemagne, en Europe occidentale et septentrionale (mais pas dans les pays méridionaux) devrait augmenter régulièrement au fur et à mesure que la génération nombreuse des années 60 avancera dans la vie active.

Transformations dans l'allocation de l'épargne

Les transformations survenues dans l'usage des sommes que les ménages consacrent à l'épargne ont été plus prononcées que les variations des taux d'épargne. Elles répercutent de plein fouet l'impact des innovations financières. Mais les bilans financiers des pays de l'OCDE ne sont pas harmonisés et ne sont rendus publics qu'avec beaucoup de retard. Il est nécessaire de recourir aux comptabilités nationales, qui dépendent chacune d'une classification spécifique des produits financiers, ce qui rend fort ardue une comparaison internationale systématique, en particulier en ce qui concerne les données rétrospectives les plus anciennes. Les conclusions qualitatives sont cependant similaires pour tous les grands pays qui ont subi de plein fouet la vague de déréglementation et d'innovations financières. C'est la raison pour laquelle je me bornerai ici à illustrer ces transformations qualitatives par les données quantitatives relatives au système financier français. Le *tableau 3* montre la répartition de l'épargne des ménages en France depuis vingt ans.

TABLEAU 3

ALLOCATION DES SOMMES CONSACRÉES À L'ÉPARGNE

(% de l'épargne des ménages français)

	1970	1975	1980	1985	1989
<i>Compte de capital</i>					
Investissement immobilier	52,8	52,0	60,3	55,0	63,4
Divers et ajustement	15,7	7,9	10,2	2,1	15,4
<i>Compte financier</i>					
Dépôts à vue et dépôts d'épargne	49,5	61,9	43,7	35,7	22,0
Titres et épargne contractuelle *	6,5	7,4	21,6	40,0	50,4
Moins crédit à la consommation	- 24,5	- 29,2	- 35,8	- 32,8	- 51,2
Épargne financière nette	21,5	40,1	29,5	42,9	21,2
Taux d'épargne (en % du revenu disponible)	18,7	20,2	17,6	14,0	12,3

Source : INSEE, P. L'Hardy (1990) tableau des opérations financières.

* Obligations, actions, fonds de placement, contrats d'assurance-vie.

Les changements drastiques opérés dans les années 80 par l'engouement pour les titres, au détriment des dépôts, saute aux yeux. Tous les types de produits financiers ont connu une expansion : les obligations ont été avantagées par la hausse du rendement, les taux d'intérêt réels à long terme passant de 1 % dans la période 1976-1980 à 6 % dans la période 1986-1988 ; les fonds de placement ont été stimulés par les énormes plus-values en capital sur les marchés boursiers entre 1982 et le krach d'octobre 1987 ; les contrats d'assurance-vie, produit attrayant permettant de disposer d'un patrimoine pour

la retraite ont progressé en nombre à un rythme rapide et régulier. La hausse nette des achats de produits financiers a eu pour contrepartie, alors que le taux d'épargne chutait, un quasi-effondrement des nouveaux dépôts. Les banques commerciales ont perdu des dépôts à bas coûts et subi la pression d'avoir à financer leurs actifs par des emprunts à des taux d'intérêt de marché. Le logement demeure une raison motivante d'épargner. Mais le marché des logements neufs a été déprimé par des coûts financiers élevés que les familles à bas ou moyens revenus ne peuvent désormais plus se permettre. Ensuite, les crédits à la consommation, bien qu'étant fort versatiles, représentent une proportion croissante de l'épargne et une importante source de financement (voir *tableau 3*).

Généralisons maintenant les conclusions qualitatives qui ressortent d'une évolution similaire dans les grands pays de l'OCDE, quel que soit le rythme des innovations financières.

Le système financier possède une caractéristique fondamentale : les institutions qui sont impliquées dans l'épargne contractuelle (fonds de placement, caisses de retraite, assurances-vie) rassemblent une part croissante de l'épargne au détriment des banques. Mais elles ne répartissent pas les fonds récoltés selon la même logique que les banques. Elles diversifient leurs portefeuilles prudemment, en fonction de règles bien définies de minimisation des risques à long terme. Gérant des sommes considérables, elles sont cependant marginalement attirées par des plus-values à court terme et elles se livrent à un comportement aussi myope que mimétique quand elles arbitrent sur les marchés financiers. La fonction des banques est en revanche de transformer les risques, puisqu'elles prêtent à risque les sommes qu'elles ont en dépôt et qui sont convertibles, à parité, en monnaie fiduciaire. En principe, les banques contrôlent micro-économiquement leurs risques par le suivi des prêts consentis à chaque débiteur individuel.

Les évolutions financières rapportées ci-dessus soulèvent donc un problème structurel au sein du système financier. Supposons que les investisseurs disposent de la majeure partie de l'épargne des ménages et qu'ils investissent dans des proportions désirées, marginalement sensibles aux différences de rendement, entre les actifs existants (terrains, immobiliers, actions, or, etc.) et des investissements à bas risque (emprunts d'Etat et valeurs privées de premier ordre). Il reviendrait alors aux banques de financer le gros de l'investissement productif avec un volume de dépôt en diminution. Un tel système financier connaîtrait de graves imperfections. La part de l'épargne réinvestie dans des actifs existants se bornera à faire circuler des droits de propriété sans susciter d'investissement productif. Car l'achat de ces actifs existants fait monter leur prix. Les vendeurs bénéficient de plus-values qui les incitent à consommer davantage. La diminution de leur épargne compense l'augmentation de celle des acheteurs de ces éléments de patrimoine. Il s'ensuit que l'épargne privée globale n'est pas accrue. Lorsque la demande de crédit par les entreprises est soutenue, il en résulte des taux d'intérêt plus élevés sur le crédit bancaire avec des conséquences désagréables. Premièrement, un prix de l'argent plus élevé contraindra les banques à accorder des prêts de plus en plus risqués pour maintenir leurs

marges bénéficiaires. Deuxièmement, la hausse des coefficients patrimoine-revenu déplace la courbe de demande globale, accroissant le taux d'intérêt réel à tout niveau de revenu. Troisièmement, l'arbitrage entre les marchés des capitaux égalise les rendements, l'appréciation spéculative des actifs existants fixant un seuil élevé au rendement de l'investissement productif. Les investissements à longue échéance sont évincés par l'obsession du court terme. Si le système financier se met à fonctionner de cette manière, l'innovation financière ne remplit guère ses promesses d'efficacité.

TAUX D'INTÉRÊT ÉLEVÉS : LES RAISONS ET LES CONSÉQUENCES

La hausse des taux d'intérêt a été, au cours des années 80, un fait marquant sur les marchés des capitaux de la planète. Elle constitue une énigme parce qu'elle a coïncidé avec un ralentissement de la croissance et une plus grande efficacité des marchés. On peut sans risque rejeter l'affirmation selon laquelle la hausse des taux d'intérêt est un artifice statistique qui provient de notre incapacité à prévoir l'inflation. Il est vrai que l'inflation courante surestime l'inflation anticipée quand le rythme de l'inflation se ralentit. Il est cependant possible de corriger cette distorsion. Elaborer une formule auto-régressive d'après l'inflation passée, utiliser les prévisions sur l'inflation fournies par des études ou des modèles économétriques, extraire une mesure de l'inflation anticipée de la comparaison entre obligations standard de caractéristiques communes ; toutes ces méthodes sont bien connues. Quelle que soit la mesure de l'inflation anticipée que l'on retienne, la conclusion reste la même : dans tous les pays, à l'exception de la Grande-Bretagne, le niveau moyen des taux d'intérêt à long terme sur les bons du Trésor a été de 2 à 4 % supérieur dans la période 1981-1985 à ce qu'il était entre 1976 et 1980 (*Bismut, 1990*). En outre, à partir de 1986, les taux d'inflation ont été suffisamment stables pour éviter toute erreur systématique dans les prévisions effectuées. Bien qu'ils aient quelque peu baissé jusqu'en 1989, ils sont généralement restés bien supérieurs à 3 % et toujours plus élevés que les taux de croissance. Ils ont d'ailleurs sensiblement remonté en 1990 et demeurent excessivement élevés en Europe.

Une explication, simple et en vogue, consiste à attribuer le haut niveau persistant des taux d'intérêt à un déséquilibre, à l'échelle planétaire, entre l'épargne et l'investissement. Cette explication participe des théories dites du cycle réel des affaires. Elle dénie toute influence au système financier sur les variables réelles. La baisse de l'épargne provient des préférences intertemporelles des particuliers. Les besoins d'investissements sont stimulés par l'innovation technologique. Puisque les marchés des capitaux sont parfaits et que la monnaie est neutre, les taux d'intérêt réels sont véritablement réels et c'est bien de l'épargne réelle qui circule de par le monde. Le taux d'intérêt réel est le taux d'équilibre entre le stock de capital requis par la technologie et la

richesse désirée par les individus. Si un choc technologique entraîne le rendement des actifs réels au-dessus du rendement prévu des actifs financiers, le taux de l'investissement dans le PNB augmente. Cela implique une hausse du taux d'intérêt réel jusqu'à ce que l'augmentation du volume des capitaux provoque une réduction de sa productivité marginale. Le choc technologique est finalement amorti lorsque le rendement marginal des capitaux est de nouveau égal au taux d'intérêt réel payé sur les sommes remboursées.

Cette explication semble avoir un fondement théorique solide. Mais elle ne correspond pas aux faits, pas plus qu'elle ne repose sur des hypothèses recevables.

Si le taux d'intérêt réel était établi sur un marché mondial des capitaux, l'ajustement proviendrait d'un mécanisme du marché répartissant l'épargne mondiale en unifiant le taux de rentabilité des capitaux investis partout dans le monde. Dans les pays de l'OCDE au moins, où les capitaux ne sont plus contrôlés, on pourrait s'attendre à voir évoluer les taux d'intérêt vers un niveau unique. Pourtant cette tendance n'existe pas. Les taux d'intérêt à long terme demeurent sensiblement différents d'un pays à l'autre. Il existe bien des corrélations positives entre les variations des taux d'intérêt réels, indiquant qu'ils fluctuent ensemble (Artus, 1990). Mais les disparités entre leurs niveaux trahissent l'imperfection des marchés des capitaux (primes de risque) comme celle des marchés de biens et services (écarts à la parité de pouvoir d'achat).

Tentative pour trouver un *deus ex machina*, le recours au choc technologique pour expliquer la hausse des taux d'intérêt réels des années 80, est, en outre, erronée empiriquement. Si un choc technologique constituait une cause exogène courante, il y aurait eu une hausse des taux d'intérêt réels et des taux d'investissement. Mais nous avons pu observer, au *tableau 1*, que les taux d'investissement ont sensiblement baissé dans tous les grands pays de l'OCDE. Si tant est que les années 80 ont été une décennie de transformations drastiques, celles-ci étaient de nature financière et monétaire. Les objectifs et les méthodes des politiques monétaires ont brutalement changé au début des années 80.

La déréglementation financière a supprimé les obstacles institutionnels qui gênaient la mobilité des capitaux. Mais elle a démontré que les marchés sont incomplets, que l'évaluation des risques souffre d'asymétries d'information et que la politique monétaire n'est pas neutre à court comme à moyen terme. Il existe de multiples causes financières à la hausse des taux d'intérêt ; leur interaction est séquentielle et, faute d'être indépendantes, elles ne sont pas mesurables séparément.

La politique monétaire n'est pas neutre

La responsabilité de la politique monétaire du début des années 80 ne saurait être mise en question ; il en va de même depuis 1988, aux Etats-Unis, lorsque la politique monétaire y est redevenue restrictive. En Europe pourtant, on peut affirmer que la politique monétaire n'a jamais cessé d'être restrictive depuis 1983. C'est que la politique monétaire allemande s'imposa aux autres pays

membres du serpent monétaire européen, par le biais de règles plus rigides sur les taux de change. En définitive, on ne peut affirmer que la politique monétaire a constitué une cause permanente de hausse des taux d'intérêt ; mais cela en a été certainement une cause majeure dans différents pays à différents moments de la décennie.

Les effets réels d'une politique monétaire restrictive sur les taux d'intérêt réels et sur l'épargne se sont fait sentir par le canal de la variation du revenu sous la contrainte de rigidité à court terme des prix. Les restrictions sur les liquidités provoquent une hausse sensible des taux d'intérêt nominaux lorsque les prix ne bougent pas. Etant donné que les prix ne peuvent s'ajuster à court terme, le taux d'intérêt réel grimpe simultanément. Avec des prix lents à baisser, la pénurie de liquidités conduit à une réduction de la demande effective qui réagit négativement à l'augmentation du taux d'intérêt réel. Le revenu doit s'ajuster à une demande plus faible et l'économie sombre dans la récession. L'épargne agissant comme amortisseur de choc, elle diminue plus vite que le revenu pour préserver l'évolution de la consommation. La hausse des taux d'intérêt et la chute du taux de l'épargne privée résultent toutes deux de la même cause, c'est-à-dire la pénurie de liquidités qu'implique la politique adoptée. Mais l'une ne saurait être la conséquence de l'autre avec les enchaînements précités. A court terme, la prédominance de l'ajustement des revenus empêche un ajustement effectif des prix (*Dow, 1989*).

C'est alors que la récession poursuit son cours et que les prix baissent tandis que le chômage augmente. Si la politique monétaire continue à se montrer restrictive, le taux d'intérêt nominal baisse plus tardivement que l'inflation. Le taux d'intérêt réel continue à augmenter quelque temps avant de se mettre à baisser avec une inertie considérable. C'est pourquoi la réaction séquentielle que connaissent les taux d'intérêt nominaux et les prix face à la pénurie initiale de liquidités prolonge ses effets réels pendant plusieurs années.

15

Les marchés des capitaux sont imparfaits

Il existe au moins trois facteurs qui jouent un rôle dans le maintien des taux d'intérêt à un niveau élevé. On observera que ces trois facteurs sont des conséquences de la libéralisation financière.

Le premier consiste en un accroissement de la versatilité des taux d'intérêt et du prix des titres. Il a souvent été mesuré par des études empiriques sur le fonctionnement des marchés financiers. Avec la déréglementation, une plus forte concurrence et la mobilité du capital, la versatilité des taux d'intérêt du marché s'est étendue à la plupart des autres taux d'intérêt. En outre, de plus en plus de gouvernements ont voulu contrôler l'instabilité des marchés des devises, afin de conforter la lutte contre l'inflation et de préserver la compétitivité de leur secteur commercial. Ils ont dû en passer par des politiques monétaires qui transmettaient la versatilité des taux de change aux taux d'intérêt. Quelles qu'en soient les raisons, la volatilité des taux d'intérêt rend la détention de titres à longue échéance plus risquée. Fidèles à leur aversion pour le risque, les détenteurs d'obligations exigent des primes de

risque plus élevées. Celles-ci sont incluses dans le niveau des taux d'intérêt, tant nominaux que réels, qui sont constamment plus élevés qu'avant la déréglementation des marchés financiers.

Le second facteur est l'instabilité intrinsèque des marchés de droits de propriété sensibles à la spéculation déstabilisante. Ces marchés ont des caractéristiques pour le moins spéciales. Les rendements futurs des actifs qui s'y échangent sont incertains et leurs paramètres fondamentaux sont au moins aussi difficiles à évaluer que les prix de ces actifs eux-mêmes. Il s'agit d'actifs dont l'offre est fort rigide : la production nouvelle est insignifiante à court terme comparée à l'offre existante. Le marché secondaire, où s'échangent ces actifs, détermine leur prix en s'appuyant sur une dynamique qui peut être largement détachée de la conjoncture économique. Ce sont des marchés faits pour les plus-values en capital. Certains des opérateurs sur ces marchés sont au fait de ces caractéristiques. Ils savent ainsi que des prévisions fiables reposent sur l'opinion des autres opérateurs quant à l'évolution des cours. D'autres opérateurs se contentent de suivre les cours, quelle que soit la tendance qui les entraîne. Les marchés où ce type de comportement prédomine favorisent les croyances autoréalisatrices. Il s'agit d'une dynamique puissante mais fragile, particulièrement sensible aux informations susceptibles de briser la convergence des opinions, seule à maintenir une évolution donnée des cours. En conséquence, ces marchés se caractérisent par une grande versatilité, des bulles spéculatives, aussi brèves qu'importantes et des effondrements soudains ; ces singularités modulent de longues évolutions d'enchérissement ou de dépréciation des capitaux, en fonction de la répartition de l'épargne.

Comme il a été mentionné plus haut, les investisseurs institutionnels ont réinvesti une part importante de l'épargne sur les marchés secondaires. Une demande largement excédentaire a été absorbée par la hausse des cours, hausse qui a conduit une part plus grande de la richesse financière à s'investir dans des actifs dont on anticipait la valorisation. On a observé que cette accumulation de richesse avait stimulé la consommation. Elle a également influencé les taux d'intérêt par des voies plus directes. Le crédit sur marge accordé par les banques a alimenté le procès d'accumulation de la richesse. Cette demande de crédit s'est ajoutée au crédit à la consommation. En fonction du type de politique monétaire mise en œuvre, l'augmentation de la demande de crédit a entraîné une hausse des taux d'intérêt débiteurs des banques ou a alimenté l'inflation future. Un autre lien s'établit par le biais de l'interaction entre le marché obligataire et celui des actions. Aux États-Unis, les « junk bonds » (obligations de pacotille) qui ont servi à financer les « LBO » (opérations de rachat par effet de levier) et les « MBO » (rachats de titres par les gestionnaires) ont remplacé des fonds propres par des dettes. Plus généralement, l'engouement pour la Bourse a suscité, tandis que le marché obligataire devait financer une grande partie de la dette publique, des tensions sur les taux d'intérêt à long terme.

Le dernier facteur d'imperfection du marché ayant contribué à la hausse des taux d'intérêt réels provient de la situation — résultant de la déréglementation financière — du système bancaire dans plusieurs pays. Les banques ont dû subir, côté passif de leur bilan, une hausse du prix de l'argent : elles ont été

affectées, côté actifs, par le ralentissement de la croissance et par l'augmentation des risques sur le crédit. Le coût moyen du financement a augmenté parce que nombre de banques commerciales ont été obligées de financer leurs actifs en y injectant une part croissante de fonds empruntés au taux d'intérêt du marché (ou presque), et ce sous leur entière responsabilité. Le ralentissement de la croissance du rendement des actifs signifie que les banques rencontrent plus de difficultés à couvrir leurs coûts d'exploitation grevés par une importante composante fixe. Les coûts fixes élevés ont engendré un plancher au-dessous du niveau du taux de base des crédits, lorsque les taux d'intérêt du marché sont entraînés à la baisse. Ensuite, les innovations financières et la concurrence des établissements para-bancaires ont privé les banques de leurs relations de longue durée avec leurs meilleurs clients. Pour faire face à l'augmentation des coûts de financement et conserver leurs part de marché, elles se sont tournées vers des prêts plus risqués. La détérioration de leur cotation, la multiplication des créances douteuses et l'augmentation des provisions contre les risques de défaut sont autant de signes de l'augmentation du niveau des risques pris par les banques. Cet accroissement des risques se reflète dans la structure des taux d'intérêt, mis à part ceux qu'elles accordent à leurs meilleurs clients. Cela signifie que la plupart des investissements — ceux qu'effectuent les entreprises qui n'ont pas d'accès direct aux marchés des titres — sont confrontés à une augmentation des coûts de financement.

17

Taux d'intérêt réels et équilibre épargne/investissement

Le rôle des taux d'intérêt réels dans les ajustements macro-économiques n'est pas direct. Nous avons déjà noté quelques-unes des raisons qui portent atteinte à l'efficacité de l'ajustement des prix visant à réguler l'équilibre entre épargne et investissement. A court terme, la viscosité des prix et les comportements des consommateurs se conjuguent pour faire grimper les taux d'intérêt réels et faire baisser le taux d'épargne, double conséquence des chocs monétaires, sans qu'il y ait de rapport fonctionnel entre ces deux variables. On ne peut donc déduire de l'observation de leur évolution relative simultanée que le haut niveau des taux d'intérêt réels provoquera une hausse des taux futurs de l'épargne (*Artus et Kaabi, 1990*). Il a été démontré, en utilisant le modèle du cycle de vie, qu'il existe, à plus long terme, plusieurs raisons pour que le taux d'épargne baisse ou augmente, à la suite d'une hausse des taux d'intérêt réels.

En tenant compte de ces conclusions, on peut résumer ce qui a déjà été dit en développant la proposition suivante. Pour les raisons institutionnelles et structurelles mentionnées dans la première partie de cet article, il y a eu une chute prolongée du taux d'épargne privée, en particulier aux Etats-Unis. Dans ce dernier pays, le fossé déjà existant entre épargne et investissement privés a été élargi par un important déficit budgétaire. En raison du déséquilibre structurel — amplifié par la gamme entière d'imperfections sur les marchés des capitaux — les taux d'intérêt réels ont connu une hausse d'une importance inhabituelle. La mobilité internationale des capitaux, conjuguée à la volonté

des Etats d'éviter de trop importantes disparités des cours du change, a contribué à étendre la hausse des taux d'intérêt américains à d'autres pays de l'OCDE. Des études économétriques ont démontré que des taux d'intérêt réels à long terme, s'ils demeurent élevés pendant plusieurs années, peuvent avoir une influence négative sur l'investissement réel (*Artus 1990, op. cit.*). Puisque ces taux d'intérêt élevés coïncident avec une baisse du taux d'épargne, l'engouement pour la consommation contre-balance l'inhibition des investisseurs. Tant que le taux d'épargne baisse, le taux de croissance globale peut être à l'abri des effets négatifs engendrés par le taux d'intérêt réel. Mais le fléchissement du taux d'investissement hypothèque la croissance future.

Si l'accumulation de capital a été ralentie durablement, cela peut nuire soit au taux de croissance lui-même, soit au niveau de consommation par habitant, dans un équilibre à long terme. Mais il est tout aussi possible que des capacités de production excessivement réduites fassent redémarrer l'inflation. Une hausse de l'inflation déboucherait alors sur un équilibre de long terme « à la Kaldor ». Avec une rigidité salariale réelle incomplète à long terme, l'inflation fait baisser le taux de salaire réel et engendre suffisamment d'épargne, grâce aux bénéfices engrangés, pour soutenir un taux d'investissement adéquat. Mais ce rééquilibrage repose sur le principe que toute épargne micro-économique est productive. Nous avons vu que ce n'était pas toujours le cas. Quand les ménages épargnent dans le cycle de vie, et quand ils transmettent des droits de propriété sur des actifs existants d'une génération à l'autre, l'épargne des uns est compensée par la désépargne des autres. Globalement, le taux d'épargne est stable ; ce qui entrave l'accumulation optimale du capital productif. Pour comprendre les répercussions de l'allocation de l'épargne sur la croissance, il faut pousser plus loin l'analyse théorique.

ALLOCATION DE L'ÉPARGNE ET CROISSANCE À LONG TERME

Supposons que les marchés des capitaux deviennent, à long terme, parfaits — les imperfections du marché seront réintroduites plus loin. Le marché des capitaux étant parfait, l'allocation de l'épargne est, selon le théorème de Modigliani-Miller, indifférente à la structure financière des entreprises. Le type de produits financiers servant à canaliser l'épargne vers l'investissement n'a aucune importance. L'arbitrage du marché annule tous les différentiels de rendement tandis que tout investissement est financé dans des conditions équivalentes. L'équilibre concurrentiel à long terme est Pareto-optimal.

Mais le théorème n'est plus valable lorsque sont possibles des transferts d'une génération à l'autre qui usent un actif non reproductible. Une externalité « inter-génération » apparaît qui prive le système financier de sa neutralité, même si l'arbitrage joue encore. La distinction la plus fondamentale dans la répartition de l'épargne individuelle se produit alors entre l'acquisition de droits de propriété sur un actif négociable, non reproductible et à durée de vie infinie

d'une part, et l'acquisition d'une créance sur un investissement productif d'autre part. Le modèle des générations imbriquées est le modèle qui s'impose pour explorer cette hypothèse et pour démontrer que la main invisible peut se révéler inefficace en matière de finance.

Épargne dans le cycle de vie, actifs spéculatifs et investissement réel

Imaginons un modèle de générations imbriquées. La vie de chaque ménage est divisée en deux périodes : il consomme et épargne pendant sa vie active, il désépargne pour dépenser pendant sa retraite. Le patrimoine individuel est nul au moment de la mort, étant donné que le modèle concerne un ménage moyen et que l'espérance de vie peut être, en moyenne, tenue pour connue. A chacune des périodes, deux générations se chevauchent : les « jeunes » qui veulent épargner et les « vieux » qui veulent consommer au-delà de leur revenu. L'externalité provient de l'impossibilité pour les « jeunes » de prêter aux « vieux » parce que ces derniers étant destinés à mourir au cours de la période suivante, seront incapables de rembourser leur dette. Il n'importe guère que l'épargne soit privée ou institutionnalisée par le biais de caisses de retraite et de compagnies d'assurance-vie. Ce qui compte, c'est la nature des produits financiers permettant de transférer le revenu d'une génération à l'autre.

Deux produits sont censés être disponibles pour drainer l'épargne : soit un actif spéculatif que nous appellerons métaphoriquement « terre » ; soit les créances que proposent les entreprises pour financer le capital productif. Le premier type d'actif est appelé spéculatif pour les raisons suivantes. C'est un actif à durée de vie infinie dont l'offre est fixe ; son rendement provient uniquement des plus-values en capital effectuées grâce à la hausse des prix ; son prix n'a, sur le marché, aucune valeur fondamentale en dehors de celle qui vient de la demande suscitée par l'espoir de son enchérissement. On peut dire que le prix d'un tel actif constitue une bulle spéculative parce qu'il est totalement endogène vis-à-vis du marché. C'est une définition valable pour toute une gamme d'actifs qui ne sont essentiellement achetés et vendus que pour réaliser des plus-values en capital. Au contraire, le rendement de la dette des entreprises a, en revanche, une valeur fondamentale ; c'est la productivité marginale du capital. Si la perfection devait exister sur le marché des créances, le taux d'intérêt réel sur ces dernières serait égal à la productivité marginale du capital déterminée par la fonction de production.

Comme l'épargne institutionnelle constitue une importante source de placement dans le système financier, structurellement liée aux évolutions démographiques à long terme, on peut comprendre que l'équilibre de longue période de l'économie ne sera pas indépendant de la manière dont les investisseurs institutionnels canaliseront l'épargne des ménages dans le cycle de vie.

On peut étudier la question à l'aide du modèle de Tirole (1985).

Examinons le programme d'optimisation d'un ménage individuel. Durant sa vie active, il doit décider du montant qu'il désire consommer (c_t) et de celui qu'il

veut épargner dans la perspective d'une consommation future (c_{t+1}), montant dont la somme actualisée est égale au salaire (w_t) qu'il reçoit contre sa participation à la production. En prenant une fonction d'utilité logarithmique, ce programme est :

$$\text{Max}(\text{Log } c_t + g \text{ Log } c_{t+1})$$

Sous la contrainte budgétaire :

$$c_t + \frac{c_{t+1}}{1 + r_{t+1}} = w_t$$

où r_{t+1} est le taux d'intérêt réel au temps $t+1$ et g le facteur d'escompte subjective du ménage. La solution de ce programme est très simple. Grâce à la forme de la fonction d'utilité, l'épargne est indépendante du taux d'intérêt :

$$w_t - c_t = \frac{g}{1+g} \quad w_t = s \cdot w_t$$

où s est le taux d'épargne.

Mais la consommation future à $t+1$ dépend de r_{t+1}

$$c_{t+1} = s w_t (1 + r_{t+1})$$

20

La fonction de production des entreprises a les propriétés néo-classiques habituelles. La production par tête (y_t) est fonction du capital par tête (k_t) en postulant que le nombre de « jeunes » ménages est égal au volume de la main-d'œuvre :

$$y_t = f(k_t)$$

Nous pouvons obtenir les conditions marginales dans un contexte de concurrence parfaite :

$$r_t = f'(k_t) \\ w_t = f(k_t) - k_t f'(k_t)$$

Nous devons encore déterminer l'accumulation de capital nécessaire pour produire la quantité de biens de consommation compatibles avec le plan de consommation optimale des ménages. Soit n le taux de croissance de la population active. L'épargne des jeunes est sw_t . Elle peut être investie dans la « terre » dont la valeur par tête est b_t en termes de biens de consommation. Elle peut également être investie en créances sur l'investissement des entreprises pour former le capital requis à la période $t+1$. Si le capital productif doit être entièrement renouvelé à chaque nouvelle génération, la valeur de l'investissement réel en termes de biens de consommation est $(1+n)k_{t+1}$.

L'équilibre épargne-investissement est (par unité de main-d'œuvre) :

$$sw_t = (1+n)k_{t+1} + b_t$$

Cela indique que la totalité de l'épargne d'un « jeune » ménage est partagée entre des usages productifs et des usages improductifs. Le partage optimal est tel que les rendements de ces deux types d'actif s'égalisent parce que les fonds consacrés à l'épargne sont parfaitement mobiles et que, dans ce modèle, l'avenir est connu. Le rendement par tête de la dette des entreprises est le taux d'intérêt réel moins le taux de croissance de la main-d'œuvre. Le rendement des actifs spéculatifs est la plus-value en capital réalisée sur leur prix. La condition d'arbitrage est la suivante :

$$\frac{1 + r_{t+1}}{1+n} = \frac{b_{t+1}}{b_t}$$

En rassemblant toutes ces équations, on obtient un système à deux équations aux différences qui décrit l'intégralité de la dynamique (k_t, b_t) de l'économie :

$$b_{t+1} = \frac{1 + f'(k_{t+1})}{1+n}$$

$$s[f(k_t) - k_t f'(k_t)] = (1+n)k_{t+1} + b_t$$

L'équilibre à long terme et les propriétés stabilisatrices de cette dynamique sont visualisés graphiquement sur le diagramme des phases (*graphique 3*).

On peut tirer des conclusions économiques de ce modèle formel. Il y a deux équilibres possibles de croissance à long terme. L'un implique une valeur à long terme de l'actif spéculatif par tête égale à zéro (point D du *graphique 3*). Cela signifie que le prix de la « terre » augmente à un rythme inférieur au taux de croissance de l'économie. En situation de prévision parfaite, les gens vont anticiper la valeur d'équilibre dès le début et n'achèteront pas d'actifs spéculatifs pour transmettre leur revenu dans le temps. Toute l'épargne sera investie dans des créances destinées à financer l'investissement productif, atteignant ainsi l'intensité optimale du capital k_d . Il s'ensuit que D est un équilibre stable et non spéculatif. Mais ce n'est pas le seul. Il existe un équilibre spéculatif E, c'est-à-dire un équilibre où la valeur du prix à long terme de l'actif spéculatif est positive. E est un point-selle c'est-à-dire un équilibre instable. Il ne peut être atteint que par un seul sentier d'évolution. Toutes les autres trajectoires, distinctes de celle qui mène à E ou de celle qui mène à D — où $b_t = 0$ —, sont explosives. Elles ne peuvent converger vers aucun des équilibres de long terme.

Il est intéressant de savoir quelles sont les conditions d'existence de ces deux équilibres à long terme. Ce qui importe, c'est le rapport entre le taux d'intérêt réel r , qui correspond à la productivité marginale du capital quand l'intensité du capital est k_d et le taux de croissance (n) :

— Si $r > n$, l'économie converge toujours vers l'équilibre stable D. Une prévision parfaite de l'avenir ne laisse aucune place à l'actif spéculatif.

— Si $r < n$, la valeur de l'actif spéculatif est positive. L'équilibre à long terme est le point-selle E où la règle d'or est respectée, c'est-à-dire que le taux d'intérêt réel est égal au taux de croissance. Mais cet équilibre est instable

parce que le caractère spéculatif de la détermination du prix de la « terre » implique des dynamiques divergentes, sur toutes les autres trajectoires que celle du point-selle.

Un équilibre à long terme exclut l'autre. Il y a une bonne raison économique à cela. Lorsque l'épargne est investie dans des actifs spéculatifs, l'épargne productive s'en trouve réduite, en même temps que le niveau de l'intensité capitalistique. La productivité marginale du capital et le taux d'intérêt réels sont donc plus élevés. Mais le capital par tête est toujours plus élevé en D qu'en E. Si, en D, le taux d'intérêt est plus élevé que le taux de croissance, il est *a fortiori* également plus élevé en E. Mais E est un équilibre où le prix spéculatif est positif. La condition d'arbitrage exige que le taux d'augmentation du prix soit égal au taux d'intérêt réel, et supérieur au taux de croissance. S'il en était ainsi, la valeur totale de la « terre » absorberait tout le patrimoine des ménages. C'est impossible car le capital productif ne pourrait alors plus être renouvelé, encore moins être accru.

Crédit à la consommation, contraintes de liquidité et croissance à long terme

Le crédit à la consommation est un moyen de financement du programme intertemporel des ménages dans leur cycle de vie. Les modèles de générations imbriquées ont récemment été employés pour analyser les conséquences à long terme des différents niveaux de rationnement du crédit (Böhm et Fuhakka 1988, Jeanne 1990). On peut tirer de ces modèles un enseignement intéressant et montrer comment ils répondent à certaines des questions que soulève le niveau élevé des taux d'intérêt réels. Le crédit à la consommation peut-il gêner l'investissement productif ? Les contraintes sur les liquidités qu'entraîne la limitation de l'accès au crédit peuvent-elles mener à des équilibres à long terme plus efficaces ?

Comme précédemment, on s'intéressera aux équilibres à long terme. Il peut être démontré que parmi ces derniers, l'équilibre créé par le rationnement du crédit peut se révéler Pareto-supérieur à l'équilibre concurrentiel. La raison fondamentale en est que le taux d'intérêt correspondant à l'équilibre avec rationnement est plus bas, tandis que le volume de capitaux à long terme est plus élevé.

Cette analyse nécessite un modèle à trois générations imbriquées. Les gens vivent trois périodes au cours de leur vie d'adultes : dans la première, ce sont des jeunes ménages qui peuvent emprunter pour acquérir des biens de consommation durables (y compris des logements) ; dans la deuxième, ils sont des ménages actifs d'âge moyen qui remboursent leurs dettes et économisent dans la perspective de la retraite ; dans la troisième, ils sont retraités et dépensent conformément à l'hypothèse du cycle de vie. L'accroissement net du volume de capital est égal à l'épargne financière nette du secteur des ménages. Les jeunes ménages se trouvent donc en concurrence avec les entreprises pour l'obtention de prêts provenant des ménages d'âge moyen.

S'appuyant sur les mêmes hypothèses que précédemment concernant les préférences des ménages et la fonction de production des entreprises, ce

modèle est rendu plus complexe par la capacité d'emprunter qu'y ont les jeunes ménages. La raison en est que le taux de l'épargne totale n'est plus indépendant du taux d'intérêt. L'épargne des ménages d'âge moyen ne dépend pas seulement de leur revenu et de leur consommation, mais également des intérêts qu'ils touchent ou qu'ils versent selon les choix financiers qu'ils ont effectués lorsqu'ils étaient jeunes. Le taux de l'épargne totale dépend également de la répartition des salaires entre les travailleurs jeunes et d'âge moyen.

Si les jeunes reçoivent une part plus importante (a) de la masse salariale, leurs emprunts destinés à financer leur plan de consommation s'en trouveraient réduits. Le taux d'intérêt baisserait et le capital par tête augmenterait.

En utilisant les mêmes notations que précédemment, les équilibres concurrentiels à long terme, où les jeunes ménages peuvent emprunter librement, sont déterminés par les équations suivantes :

$$k = \frac{s(r,n,a)}{1+n} [f(k) - kf'(k)]$$

$$r = f'(k)$$

Le taux d'épargne (s) est une fonction croissante de la distribution du revenu (paramètre a) et du taux d'intérêt r . Comme r est une fonction décroissante de k , s est lui-même une fonction décroissante de k . Mais le terme entre parenthèses, qui désigne le taux de salaire, est une fonction croissante de k . La fonction de k (à droite de la première équation) n'est donc pas nécessairement monotone. Géométriquement, le graphique représentant son évolution avec k peut couper la première diagonale plusieurs fois ou pas du tout. Il peut y avoir plusieurs points d'équilibre comme il peut n'y en avoir aucun. Supposons que la fonction de k qu'on obtient lorsque r est remplacé par $f'(k)$ dans l'expression de $s(r)$ est croissante, avec une pente à l'origine qui assure un seul équilibre concurrentiel sans rationnement du crédit. Il est évident que cet équilibre dépend de la répartition du revenu entre les différentes générations de ménages. Plus cette répartition est favorable aux jeunes, plus la valeur d'équilibre de k est élevée. S'il advient ainsi que la valeur d'équilibre de k soit trop basse pour une répartition du revenu donnée, une politique des revenus plus appropriée peut aiguiller l'économie vers un meilleur équilibre stationnaire, c'est-à-dire plus conforme à la « règle d'or ».

Jouer avec la répartition du revenu entre les générations peut cependant s'avérer très délicat. Le rationnement du crédit est en mesure d'atteindre le même résultat.

Pour rendre le modèle praticable, les auteurs qui se servent de ce cadre d'analyse ont représenté la limitation de l'accès au crédit simplement en fixant une contrainte quantitative à la consommation des jeunes ménages. Quand cette quantité de consommation est inférieure à la quantité c_1^* à laquelle les jeunes auraient accédé s'ils avaient été libres d'emprunter, le rationnement du

crédit mord effectivement. Etudions la situation et comparons l'équilibre avec rationnement à l'équilibre concurrentiel défini plus haut.

Les équations deviennent :

$$k = \frac{s(\bar{c}_1, r)}{1+n} [f(k) - kf'(k)]$$

$$r = f'(k)$$

Il est possible de démontrer (*Jeanne, 1990*) que, pour chaque $\bar{c}_1 < \bar{c}_1^*$, il existe un équilibre avec rationnement du crédit. Le niveau d'équilibre du capital est plus élevé dans l'équilibre avec rationnement que dans l'équilibre concurrentiel. Si l'équilibre à long terme est stationnaire ($n=0$), il est possible de trouver des équilibres avec rationnement qui soient Pareto-supérieurs à l'équilibre concurrentiel. Dans un équilibre avec rationnement du crédit, le taux d'intérêt est plus bas et le revenu global plus élevé que dans l'équilibre concurrentiel. Cependant, si des règles plus restrictives d'accès au crédit des consommateurs étaient réintroduites, dans un environnement financier initialement déréglementé, le nouvel équilibre à long terme ne serait pas atteint immédiatement. Il y a là une transition qui engendre un dilemme en raison des transferts de revenus inter-temporels. La mise en œuvre d'une réglementation du crédit à la consommation libère plus d'épargne pour accumuler du capital à un rythme plus rapide, afin d'atteindre un stock de capital plus élevé à long terme. Les générations qui vivent pendant la transition se retrouvent dans une position défavorable parce qu'elles doivent consommer moins qu'elles ne l'auraient fait autrement.

Symétriquement, l'assouplissement des réglementations sur le crédit à la consommation qui s'est produit dans les années 80 a avantagé les générations contemporaines qui ont pu préserver leurs plans de consommation au cours de la désinflation. Mais l'accumulation du capital a été retardée, avec pour conséquence des taux d'intérêt réels plus hauts et des salaires réels plus bas quand l'investissement productif a repris. Les générations de jeunes ménages des années 90 souffriront d'un durcissement des conditions du crédit en tant qu'emprunteurs et en tant que salariés, pendant que les rentiers s'enrichiront grâce aux revenus générés par les intérêts. C'est la situation que Keynes dénonçait sans relâche quand il qualifiait les rentiers de fossoyeurs du capitalisme.

Les modèles des générations imbriquées soulignent ainsi l'inefficacité de quelques innovations financières spectaculaires, que sont l'accumulation de richesse grâce à des actifs spéculatifs et le libre accès au crédit à la consommation, lorsque des externalités sont à l'œuvre. Un cadre institutionnel qui imposerait des contraintes sélectives sur le crédit en faveur de l'investissement productif et qui mettrait un frein à l'inflation du prix des actifs constituerait une amélioration considérable dans un environnement marqué par des taux d'intérêt toujours élevés.

La combinaison maléfique des marchés spéculatifs et du crédit bancaire

La libéralisation et l'intégration financières ont déclenché des réactions en chaîne tout en donnant libre cours à des comportements plus perturbateurs que ne l'avaient prévu leurs partisans. L'évolution vers des systèmes financiers plus concurrentiels n'a pas été une courte transition d'un type d'équilibre à un autre. En abandonnant les mécanismes anciens on n'a pas acquis une expérience qui converge vers des comportements stabilisants. Les disparités de prix sur les marchés des actifs ont été immenses, jusqu'à menacer la structure financière de plus d'une institution. L'évaluation des risques s'est avérée extrêmement inadéquate et a engendré un endettement cumulé qui impose une tension redoutable à des systèmes financiers entiers, en particulier à celui des Etats-Unis. Une déformation de la structure des prix des actifs et un accroissement de la fragilité financière ne pouvait se produire sans conséquences néfastes pour le financement de l'économie réelle.

L'absence de perspicacité dont ont fait preuve tant d'économistes et de décideurs provient d'un amalgame abusif entre les avantages de la concurrence dans le secteur productif et ses bienfaits dans le secteur financier. L'information asymétrique et l'incertitude constituent la substance même du crédit ; les externalités et les risques systémiques proviennent du caractère de bien public assigné à la monnaie. Il n'est pas facile d'établir pour le système financier des règles qui conjugueraient efficacité dans l'allocation de l'épargne et sécurité financière.

25

Quelle est la dynamique susceptible de conjuguer les distorsions du prix des actifs boursiers ou immobiliers avec les risques sur le crédit et la sélection contraire des débiteurs par les banques ?

Si on abandonne l'hypothèse des marchés parfaits, le crédit entraîne des risques d'insolvabilité de la part des débiteurs. L'expérience a clairement montré que les banques sont incapables d'évaluer correctement les risques dans un environnement concurrentiel. La dette du tiers-monde au début des années 80, l'effondrement du marché des « junk bonds » en 1989, le désastre des caisses d'épargne américaines sont autant de péripéties d'un engouement myope, suivi d'un désarroi. Les primes de risque comptaient dans la dette des pays en voie de développement pour moins de 1 % au début de 1982 ; elles atteignaient à peine 0,3 % pour le crédit aux entreprises en 1987 aux Etats-Unis ; la prime sur les « junk bonds » était de 3 ou 4 % au-dessus des bons du Trésor mais la décote du prix de ces « obligations de pacotille » a atteint jusqu'à 80 % sur le marché secondaire.

L'information asymétrique et les motivations respectives des créanciers et des débiteurs sont des hypothèses pertinentes pour comprendre pourquoi l'évaluation des risques est aussi imparfaite. Les débiteurs ont toutes les raisons de prendre des risques car leurs bénéfices sont virtuellement illimités au-delà du paiement des intérêts, tandis que leurs pertes ne peuvent dépasser les garanties qu'ils présentent. Les créanciers doivent, en revanche, s'assurer un revenu contractuel et tout les incite à décourager les prises de risque

excessives, car ces dernières renforcent les probabilités d'insolvabilité plus qu'elles n'accroissent le revenu contractuel.

Cette relation asymétrique ne peut déterminer un prix d'équilibre unique du crédit. Il y a à la fois de l'inconséquence temporelle et de l'incertitude endogène. Un environnement concurrentiel, dans lequel n'existent ni contrat à long terme ni contrôle interne du comportement du débiteur par le créancier, incite le débiteur à cacher sa véritable situation financière, s'il veut prendre des risques. Si les prêteurs se bousculent pour avancer de l'argent, les emprunteurs peuvent toujours se lancer dans des entreprises risquées une fois qu'ils ont obtenu leur crédit. Ils ont également la ressource d'adresser de nouvelles demandes de crédit à d'autres prêteurs. Cela constitue à l'évidence une externalité dynamique. La solvabilité d'un emprunteur dépend de la trajectoire future de son endettement. Mais quand les banques sont en concurrence pour fournir du crédit, il est impossible de savoir quel sera le total des dettes que contractera le débiteur dans l'avenir. C'est le fondement micro-économique du surendettement. Confrontés à l'incertitude endogène — puisqu'ils ne peuvent évaluer les opportunités futures qui vont se présenter aux emprunteurs — les prêteurs ont tendance à être myopes et à suivre leurs concurrents afin de préserver leurs parts de marché. Plus il s'est écoulé de temps depuis la dernière vague d'insolvabilité généralisée, moins les risques sont perçus. Au-dessous d'un seuil de sensibilité, les risques de crédit sont tenus pour négligeables. Ce comportement à courte vue est décisif car il aide à comprendre la discontinuité dans les anticipations, c'est-à-dire un changement brusque des croyances qui provoque une transformation soudaine du régime du crédit. L'élasticité de l'offre fait place au rationnement sévère, le surendettement se métamorphose en étranglement des moyens de financement. Lorsque des signes d'une situation financière fragile apparaissent après une période prolongée de surendettement, les banques font passer leurs estimations subjectives de la probabilité de défaut des débiteurs de zéro à une valeur située au-dessus de leur seuil heuristique. Comme elles le font toutes ensemble, elles provoquent de la sorte une crise du crédit.

L'imperfection des marchés du crédit est aggravée lorsque les prêts s'accompagnent d'un enchérissement spéculatif des prix de certains marchés, tels ceux des actifs boursiers et immobiliers. Soit ces marchés n'ont aucune valeur fondamentale, soit ils ne parviennent pas à être arbitrés assez efficacement pour que leur valeur fondamentale dirige les fluctuations de leur valeur marchande. L'investissement dans l'immobilier, par exemple, est soumis à d'intenses spéculations et à des effondrements. Il est également évident qu'il n'y a pas assez de purs capitalistes pour acheter des entreprises afin d'en prendre la direction et de les gérer conformément à un arbitrage entre le prix de marché des actions et leur propre estimation à long terme de la valeur future des entreprises. Dans de nombreux cas, lorsque les investisseurs institutionnels ont affecté un plus grand pourcentage d'épargne collectée à ces actifs boursiers et immobiliers, il s'en est suivi une longue dérive des prix. Les prix du marché peuvent s'élever sous l'effet d'une dynamique auto-renforçante, dans l'espoir d'une augmentation illimitée des prix. Au fur et à mesure que cette dynamique s'accélère en attirant de nouveaux investisseurs,

ces actifs semblent constituer la garantie idéale pour obtenir des prêts, soit dans le but d'acquiescer ces actifs eux-mêmes, soit pour se livrer à n'importe quel type de consommation. La spéculation et l'expansion rapide du crédit vont de pair. Les crédits ne sont plus garantis que par l'opinion moyenne des opérateurs sur la hausse des cours futurs des actifs spéculatifs. Un retournement inattendu des prix trop gonflés des actifs entraîne alors une détresse financière sur le marché du crédit.

Un modèle macro-économique très simple qui englobe ces caractéristiques tire quelques conclusions qui correspondent aux récents développements (*Aglietta, Brender, Coudert, 1990*).

La stabilité macro-économique dépend crucialement de la pression spéculative qui s'exerce sur le marché des actifs. Quand les anticipations sont statiques, un équilibre stable à court terme est atteint lorsque les obligations et l'actif spéculatif sont plus élastiques au taux d'intérêt du marché monétaire que la base monétaire. Quand les anticipations sont rationnelles, cette condition ne suffit plus. Sur le marché des actifs, la spéculation sur les cours a deux effets directs : elle augmente rapidement la richesse des individus, stimulant ainsi la demande de crédit à la consommation ; elle réduit la demande de dépôts bancaires. Les deux processus accroissent la vulnérabilité des banques. Les conséquences sur les taux d'intérêt et l'économie réelle sont crucialement dépendantes de la politique monétaire adoptée.

Si la politique monétaire n'est pas accommodante, le taux d'intérêt augmente. Face à des taux plus élevés, les emprunteurs doivent prendre toujours plus de risques et les banques pâtissent d'une sélection contraire. La détérioration de la qualité de leurs prêts se combine au rétrécissement de leur base de dépôts. Le rythme de l'endettement peut s'avérer déstabilisant pour les raisons suivantes. La dette augmente à un rythme rapide parce que le crédit à la consommation est en concurrence avec le crédit aux entreprises. Mais l'accumulation des créances fait monter encore davantage le taux d'intérêt et les coûts financiers qui sont à la charge des emprunteurs, mettant les bénéficiaires sous pression. Les entreprises ont alors le choix entre réduire leurs investissements et reporter la pression sur les salaires. C'est ce qui s'est passé en France. L'investissement a été retardé jusqu'en 1987, puis le rattrapage s'est fait au détriment des salaires réels.

Si la politique monétaire est accommodante, la spéculation sur le marché des actifs bénéficie d'une puissante impulsion. Le taux d'intérêt peut baisser pendant que les prix des actions et de l'immobilier s'emballent. Les gens s'empressent de s'endetter sur leurs espoirs de gains en capital, tandis que la fragilité financière s'étend hors des limites du système bancaire jusqu'aux investisseurs institutionnels qui détiennent une forte proportion d'actifs spéculatifs dans leurs portefeuilles. C'est, globalement, ce qui s'est passé en Grande-Bretagne de 1987 à 1988, et au Japon entre 1986 et 1989. En principe, une inflation sur le marché des actifs doit se répercuter sur le marché des biens. Une demande de crédit excédentaire stimule la demande pour la consommation courante plus vite que les capacités de production. Le marché du travail devient tendu et l'inflation des salaires reprend de plus belle, comme en Grande-Bretagne en 1989. Quant au Japon, il a maintenu une divergence

entre une inflation très forte des actifs spéculatifs et une inflation très faible sur les autres marchés pendant beaucoup plus longtemps. La position exportatrice solide du Japon, le fonctionnement particulier de son marché du travail et la flexibilité des grandes entreprises pour ajuster leurs marges bénéficiaires et redéployer des ressources productives, sont autant de facteurs qui expliquent la singularité du profil macro-économique du Japon à la fin des années 80.

Il n'en reste pas moins que toute bulle spéculative doit éclater un jour ou l'autre. Si une inflation galopante doit être contrôlée, la politique monétaire doit se montrer restrictive, le crédit se resserrer, les taux d'intérêt augmenter et les cours de l'immobilier et des valeurs boursières chuter. Si les prix s'effondrent, le système financier est soumis à de fortes tensions. Un effondrement des prix de l'immobilier balayerait les réserves que les prêteurs ont constituées contre ses défauts normaux. Même si des défauts bancaires en chaîne sont évités grâce à la vigilance des prêteurs en dernier ressort, les ratios prudentiels de plus d'une banque se détériorent. Incapables de respecter leurs normes prudentielles, les banques réduisent leur offre de crédit dans un premier temps, avant de se montrer beaucoup plus prudentes dans leur politique de prêts. Même en étant optimiste quant à l'aptitude des autorités monétaires à contrôler une véritable crise financière, les conséquences néfastes de l'apurement des excès des années 80 ne manquent pas. Le risque systémique est plus élevé et le ralentissement de la croissance du crédit est probable. Mais la demande de financement se maintiendra, en particulier en Europe avec la réalisation du Marché unique et la reconstruction des économies de l'Est. C'est la raison pour laquelle les taux d'intérêt réels ont augmenté, anticipant une pression prolongée sur le marché du crédit. La croissance peut être ralentie pendant plusieurs années avant que l'accroissement prévisible de l'épargne des ménages ne transforme l'équilibre sur les marchés financiers internationaux dans la seconde moitié de la décennie.

*

Les innovations financières ont fait grand bruit dans les années 80. Nombre d'entre elles visaient surtout à accroître la concurrence entre services financiers et à permettre l'éclosion de nouveaux produits afin de diversifier les risques engendrés par la versatilité croissante des variables financières. L'apparition de distorsions persistantes dans le prix des actifs, malgré leurs conséquences macro-économiques très importantes, a été sous-estimée par les partisans de la libéralisation financière.

La tendance la plus fondamentale dans les structures des systèmes financiers découle de celle de l'épargne des ménages. Les taux d'épargne ont baissé, mais la composition de l'épargne a, elle aussi, connu des transformations spectaculaires. Côté passif des bilans du système financier, l'épargne institutionnelle a drainé avec persistance les dépôts bancaires. Côté actif, une part accrue de l'épargne a été allouée à une accumulation de richesse fondée sur la hausse du prix des actifs spéculatifs, tandis que baissait la part dévolue au financement de l'investissement productif. Les conséquences de cette transformation structurelle sont nombreuses et commencent seulement à se faire sentir.

La première et principale conséquence consiste en une hausse des taux d'intérêt allant de pair avec un environnement financier plus fragile. La hausse des taux d'intérêt peut se produire même si le marché des capitaux est parfait, lorsque le financement productif est en concurrence avec l'acquisition des actifs spéculatifs et avec un marché libre du crédit à la consommation.

Si les marchés sont imparfaits — ce qui est toujours le cas quand il y a un risque d'insolvabilité —, les prêts qui tablent sur une hausse du prix des actifs en guise de garantie ne peuvent qu'aggraver la fragilité financière des établissements de crédit, quelle que soit sa nature. Ce phénomène a eu des effets négatifs sur les banques, déjà handicapées par la progression très ralentie des dépôts, la hausse des coûts du financement et le resserrement des marges bénéficiaires.

L'inversion de la tendance inflationniste sur le marché des actifs indique que l'euphorie liée à l'enrichissement facile n'est plus qu'un souvenir. Mais l'héritage de la dernière décennie et de ses excès peut se révéler préoccupant, en particulier si, par crainte d'une propagation de l'inflation au marché du travail et à celui des biens, la politique monétaire continue d'être restrictive. Les difficultés des intermédiaires financiers aux Etats-Unis et l'effondrement boursier au Japon ont été des facteurs de déclenchement de la récession internationale en 1990. Le danger de crise financière généralisée est écarté mais un resserrement prolongé du crédit est à prévoir, tandis que les banques devront se capitaliser pour honorer leurs obligations prudentielles. Il en résulte que les taux d'intérêt demeureront élevés pendant un certain temps, la croissance future risquant d'être durablement enrayée, avec des conséquences peu attrayantes pour l'emploi dans les pays développés, pour la reconstruction des économies de l'Est et pour les pays surendettés du tiers-monde.

29

Il y a là matière à de sérieuses préoccupations, en particulier du fait que les banques jouent un rôle sans équivalent dans le financement de l'économie quand les marchés financiers sont imparfaits. Dans le cas d'investissements productifs en capital fixe irréversibles, qui entraînent des coûts irrattrapables et de longs délais d'installation, les entreprises ont besoin de financements anticipés pour réaliser leurs projets. Les banques, parce qu'elles sont en mesure de prêter en anticipant sur l'épargne future, dégagent les projets d'investissement de l'obligation de reposer sur une épargne courante. Conformément à l'enseignement de Keynes, les dépenses d'investissement *ex-post*, identiques à l'épargne *ex-post*, déterminent le niveau de l'activité productive parce que les projets d'investissement sont indépendants de l'épargne existante. Mais le rôle macro-économique du crédit bancaire ne peut permettre une croissance non inflationniste à long terme que si les banques sont capables de contrôler efficacement la solvabilité des emprunteurs au niveau micro-économique. Les banques, qui transforment les risques entre leur passif et leur actif, diffèrent en cela des investisseurs institutionnels qui répercutent, dans la diversification de leurs portefeuilles, l'aversion pour le risque de leur client moyen.

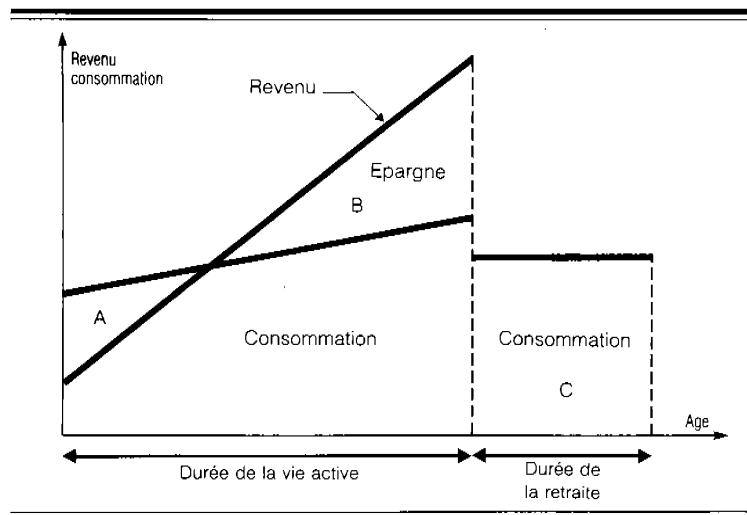
Face à la montée des périls, la politique monétaire nationale ne pourra atteindre tous ses objectifs, dans le cas où la déréglementation et l'intégration

seraient maintenues en l'état. Il s'agit de créer des produits financiers supplémentaires, dans le cadre d'une coordination internationale et d'une réglementation renforcée et plus prudente. En cherchant à transformer en titres leurs actifs, les banques peuvent parvenir à conserver leur rôle unique dans l'attribution du crédit tout en reportant les risques sur des institutions plus solides. Mais cela ne réduira la fragilité financière globale qu'à la condition que les prix des actifs cessent d'être sujets à d'immenses écarts. Chercher à entraver l'auto-spéculation sur les marchés des actifs les plus sensibles constitue un véritable défi pour les autorités monétaires. Une autre initiative, encore en suspens, consiste à reconnaître que la finance peut conduire à une concurrence excessive et à une surcapacité de l'offre de crédit. Ces déséquilibres fondamentaux sont en partie responsables d'une estimation inadéquate des risques comme d'une tentative fébrile d'assurer un rendement élevé à court terme sur les fonds disponibles. Une conception plus prudente du crédit prône un contrôle bancaire plus serré et des réorganisations destinées à éliminer la surcapacité du secteur financier de manière ordonnée. Construire une structure financière plus solide et maintenir une politique monétaire stable pourrait alors ralentir la hausse des taux d'intérêt et contribuer à financer l'immense demande d'investissement qui s'annonce.

30

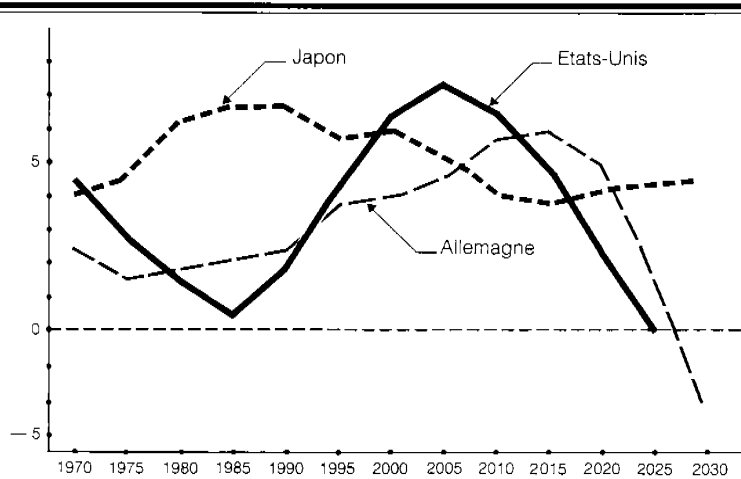
GRAPHIQUE 1

Évolution de la consommation par âge



GRAPHIQUE 2

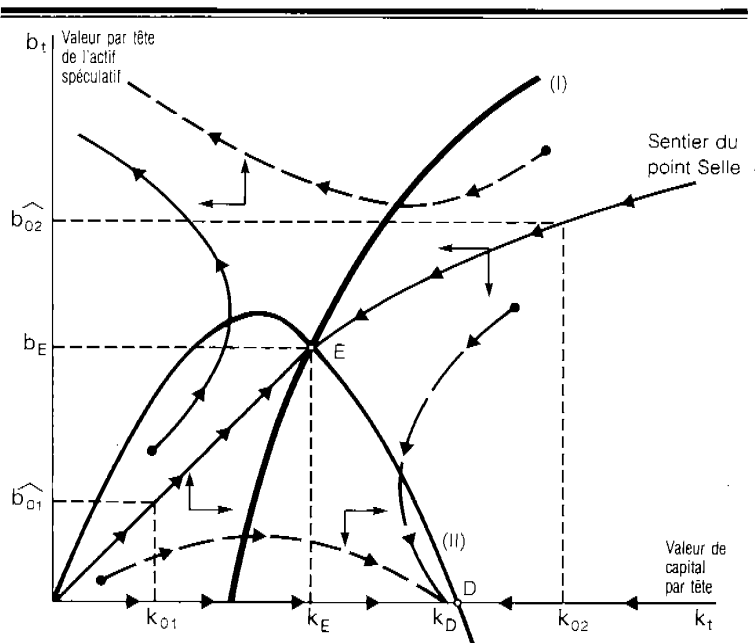
Simulation des taux d'épargne



Source : CEPII. La globalisation financière (chap. 2).

GRAPHIQUE 3

Equilibres à long terme avec concurrence entre épargne productive et épargne improductive



(I) Est le lien des points (b, k) tels que $b_{t+1} = b_t$

(II) Est le lien des points (b, k) tels que $k_{t+1} = k_t$

E : Est un équilibre à long terme instable avec coexistence d'une épargne productive et d'une épargne improductive

D : Est un équilibre stable avec une épargne productive seulement