

# DOSSIER : LES CYCLES FINANCIERS

---

## CRISES ET CYCLES FINANCIERS

### UNE APPROCHE COMPARATIVE

MICHEL AGLIETTA\*

**D**epuis 1990, les pays de l'OCDE ont tour à tour subi une récession insolite par sa durée, dans certains cas par son ampleur et surtout par les troubles financiers qui l'accompagnent. Cette récession prolongée a mis un terme à une décennie d'effervescence financière. Les désordres constatés ont été surprenants pour les économistes qui avaient été formés à l'époque des systèmes financiers robustes et efficaces pour le financement de la croissance. Ils ont été plus surprenants encore pour ceux qui ont cru que libéraliser signifiait démanteler ce qui avait été construit sur les ruines des années 30 et de la guerre, sans s'interroger sur la manière de réorganiser.

Aussi l'emprise de la finance sur l'économie pose-t-elle des questions bien plus fondamentales que de supputer la durée de la récession, scruter les signes de reprise et se persuader que l'instabilité financière va se dissiper toute seule. Ces questions ne sont posées qu'avec une grande réticence, parce qu'il est plus confortable de postuler que les années 80 ont été aberrantes, qu'elles ne livrent aucun enseignement susceptible de mettre en question la manière dont les gouvernements conduisent la politique économique et contrôlent ou ne contrôlent pas la finance<sup>1</sup>.

C'est pourtant bien l'interrogation majeure qu'il faut affronter. Les années 1980 ont-elles été une aberration essentiellement anglo-saxonne, japonaise et scandinave<sup>2</sup> ? Ces années marquent-elles, au contraire, le retour d'une instabilité générale, que la finance transmet à l'économie et

5

---

\* Professeur, Université Paris X Nanterre.

<sup>1</sup> Une exception peut être repérée dans une déclaration de N. Lawson au *Financial Times* le 27 janvier 1992, sous le titre: «Side effects of deregulation». Il y remarquait qu'aucun des effets adjacents de la déréglementation accomplie au Royaume-Uni n'avait été prévu et qu'en conséquence aucune précaution n'avait été prise pour assurer une transition ordonnée entre des systèmes financiers profondément différents, celui d'avant et celui d'après la déréglementation. Un commentaire courageux qu'on chercherait vainement dans les déclarations des milieux officiels français. Il est vrai qu'à la date de son article, Mr Lawson avait quitté le pouvoir!

<sup>2</sup> Ce fut l'opinion exprimée par les prix Nobel d'économie, interrogés par questionnaire lors du dossier spécial de l'*Expansion* sur la crise (*l'Expansion*, 4-17 mars 1993, pp 91-97). Ces économistes distingués ne voyaient aucune crise préoccupante et aucune menace pour les politiques économiques dans la conjoncture du début des années 90.

qui est inhérente à tout système libéralisé ? Cette question concerne d'abord un clivage théorique sur la place de la finance dans l'économie globale, sur la nature des prix qui s'y forment et des contrats qui s'y nouent. Au problème théorique se rattache l'interprétation des deux phénomènes majeurs des années 80 et de leur interrelation: la dérive des prix des actifs et le développement généralisé du crédit. Le jugement que l'on porte sur l'existence ou non d'une instabilité endémique et de cycles financiers dépend de l'interprétation de ces deux phénomènes. C'est ce que nous examinerons dans une première partie.

Un autre débat porte sur les ajustements récessifs qui ont été déclenchés par le retournement de l'expansion financière. En quoi le profil de la conjoncture est-il particulier ? Cela reflète-t-il un renversement des comportements des agents non financiers vis à vis de l'endettement ? Cela témoigne-t-il de la présence d'un « crédit crunch », c'est à dire d'une restriction de l'offre de crédit provenant de la mauvaise situation des banques dans la plupart des pays de l'OCDE ? Dans quelle mesure la sévérité de la récession tient-elle à l'interaction de la phase descendante d'un cycle normal et du risque de système ? Doit-on s'attendre à une trace durable des transformations en cours dans la finance qui pourrait entraver la croissance future ? Faut-il faire un *aggiornamento* de la doctrine de la politique monétaire, forgée dans les années 70 pour un monde à inclination inflationniste, pour s'adapter au monde des années 90 à inclination déflationniste ? Ces différentes questions vont être étudiées dans la seconde et la troisième parties.

### *I. LES ANNÉES 80: UN ÉPISODE EXCEPTIONNEL OU UNE PHASE NORMALE D'INSTABILITÉ FINANCIÈRE ?*

Les années 80 ont connu des conjonctures économiques heurtées et des mouvements financiers de très grande ampleur. Devant ces évolutions les oppositions théoriques se sont radicalisées. Un courant d'obédience classique, qui tient la monnaie essentiellement pour neutre et la finance pour transparente, a développé une théorie des cycles réels. Les fluctuations économiques proviennent selon cette théorie des chocs exogènes non anticipés dans les structures réelles de l'économie: les dotations en ressources non produites, les techniques de production, les goûts des consommateurs. En même temps, des avancées considérables se produisaient dans l'application des théories de la spéculation et de l'information aux dynamiques financières. Ces avancées ont apporté des fondements micro-économiques à l'hypothèse keynésienne selon laquelle la finance est intrinsèquement instable et transmet cette instabilité à toute l'économie lorsque celle-ci est monétaire. Les outils d'analyse pour étayer le diagnos-

tic de l'origine financière des cycles reposent sur la pertinence de l'hypothèse keynésienne. De cette question théorique dépend le schéma d'interprétation des années 80.

### *1.1. Problèmes théoriques: les prix des actifs et le crédit*

La possibilité d'une influence déterminante des variables financières sur l'économie dépend de l'acceptation théorique que la finance n'est pas neutre dans la formation des équilibres. Pour l'école des anticipations rationnelles, cette acceptation est minimale. Car l'hypothèse de base de cette approche est celle des marchés complets. Dans tous les marchés (biens, services ou actifs financiers), les prix ont la même signification homogène: ils résument toute l'information disponible et constituent le mode de coordination nécessaire et suffisant des décisions décentralisées. Sous cette hypothèse, Fama a généralisé un résultat ancien de Modigliani et Miller et montré que les structures financières n'ont aucune incidence sur l'équilibre économique<sup>3</sup>. Une conséquence spectaculaire de cette proposition est que le risque de système n'existe pas et que les crises financières sont impossibles. Si une panique bancaire se produit, ce n'est qu'une substitution de portefeuille, un changement dans la structure des créances qui n'influence pas les variables économiques réelles.

Si l'on veut conserver cette hypothèse cruciale tout en faisant jouer un rôle à la finance, il faut admettre des imperfections transitoires dans la transmission de l'information ou dans son interprétation par les agents privés. La neutralité est maintenue à l'équilibre, mais le crédit peut avoir une influence dans la dynamique déclenchée par des inflations ou des déflations non anticipées. Car, selon l'hypothèse de Lucas, les agents économiques qui observent la variation de prix nominaux individuels ne peuvent pas distinguer immédiatement un mouvement de prix relatifs ou une variation qui résulte d'un changement du niveau général des prix. Comme le déclare tranquillement W. Poole, un théoricien éminent des anticipations rationnelles: *"The cycle is driven, I believe, by inflation surprises and revisions in expectations about future income streams."*<sup>4</sup>

Les crises financières sont des faits historiques. Le développement

<sup>3</sup> Le théorème de Modigliani-Miller date de 1958 (F. Modigliani et M. Miller, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, AFR, juin 1958). Ce théorème stipule que, sous l'hypothèse des marchés complets, la structure du passif des firmes (la proportion entre les dettes et les fonds propres) n'a aucun effet sur leurs décisions de produire et d'investir. Fama a étendu cette analyse à tous les choix financiers. Quelles que soient les proportions dans lesquelles les ménages détiennent des dépôts bancaires, des obligations ou des actions, l'équilibre macro-économique n'en est pas affecté si les marchés sont complets (E. Fama, *Banking in the theory of finance*, *Journal of Monetary Economics*, janvier 1980).

<sup>4</sup> W. Poole, *Credit veils and credit realities*, *Federal Reserve Bank of N.Y. Quarterly Review*, spring 1993, vol. 18, n° 1, p. 83-85.

actuel des dispositifs prudents montre qu'elles sont redevenues menaçantes avec la libéralisation financière. On ne saurait donc se satisfaire de l'hypothèse des marchés complets, même amendée par une non-neutralité transitoire. D'ailleurs les avancées récentes de la micro-économie s'écartent de l'hypothèse des marchés complets. Elles permettent de fonder le rôle positif de la finance. Encore faut-il qu'elles soient prolongées par une macro-économie compatible. C'est la théorie keynésienne.

8 Selon cette théorie, les marchés ne sont pas incomplets parce qu'il y a des imperfections. Ils le sont parce que les prix des biens et services courants d'un côté, les prix des actifs patrimoniaux de l'autre (*capital assets*) ne sont pas de même nature. Les premiers ne sont pas déterminés anonymement sur des marchés parce que les organisations (entreprises, intermédiaires, institutions) ne sont pas transparentes. Ainsi les offres et demandes des biens de consommation ne sont-elles pas équilibrées par la main invisible du marché, mais par la main bien visible du commerce. Les outils de production sont rarement échangés sur des marchés. Ils sont des supports de relations interentreprises qui ont des structures juridiques diverses et qui prennent souvent la forme de contrats de longue durée. Dans les économies d'organisations, les prix ne sont pas des variables d'équilibre, mais des variables de financement des buts des organisations. Pour des entreprises, ces buts dépendent de la position dans la concurrence, mais aussi de la cohésion interne. Le capital de l'entreprise, en tant que capacité à produire des profits futurs, comporte des facteurs immatériels tels que l'apprentissage collectif, l'incitation à innover, les règles de promotion interne. L'investissement productif concerne l'ensemble des facteurs matériels et immatériels qui sont combinés pour viser une norme globale de rentabilité. Dans le financement de l'investissement, le prix d'offre, en tant que variable de financement interne, est étroitement associé à la structure du financement externe. Il n'y a aucune circonstance dans laquelle la finance puisse être neutre. Il est des cas où des possibilités accrues de financement externe allègent les pressions sur les prix comme moyen privilégié du financement interne. Il en est d'autres où les charges du service de l'endettement hérité du passé sont incorporées dans les prix de vente et, par répercussion en cascade dans les relations interentreprises, deviennent un facteur d'inertie pour le niveau général des prix.

L'incidence des structures de bilan sur les comptes d'exploitation, qui concerne les entreprises et tout autant les banques, est un effet du financier sur l'économique. Les comportements d'accumulation patrimoniale élargissent considérablement ces influences. Les actifs patrimoniaux ont le plus souvent une double caractéristique. En tant que moyen d'accumulation de richesse, ils ont des valeurs fondamentales qui sont les sommes actualisées des revenus futurs qu'ils rapportent à leurs

détenteurs. En tant que marchandises négociables sur des marchés secondaires, ils sont des moyens d'acquérir la liquidité immédiate. Ce sont d'ailleurs des marchandises qui ont de véritables prix de marché, contrairement aux biens et services, c'est à dire des prix qui équilibrent l'offre et la demande instantanées.

Dans une économie où les marchés ne sont pas complets, il y a toutes les raisons pour que ces deux caractéristiques ne soient pas cohérentes<sup>5</sup>. Il s'ensuit que les variations des prix de marché des actifs patrimoniaux peuvent diverger grandement des valeurs fondamentales. La raison la plus importante est l'incertitude irréductible sur la notion même de valeur fondamentale. En effet, dans une économie qui n'a pas un ensemble complet de marchés, il n'existe pas d'équilibre intertemporel optimal qui puisse servir de référence aux anticipations pour calculer l'espérance mathématique des revenus futurs. Lorsque les actifs patrimoniaux sont des actions, les revenus futurs dépendent des paris d'entreprises, c'est à dire des stratégies d'organisations contrecarrées par d'autres stratégies. Ils dépendent aussi de tout un ensemble de règles sociales, de négociations, d'accords collectifs qui vont déterminer la structure des prix des biens et services dans le futur. Lorsque les actifs patrimoniaux sont des éléments de patrimoine non produits, comme les terrains urbains dans les grandes métropoles, les flux de revenus futurs sont encore plus détachés des fameuses données réelles exogènes. Les valeurs fondamentales ne dépendent plus que de conventions sociales et de politiques publiques d'aménagement de l'espace, qu'il faut prévoir et dont il faut supputer les effets.

Plus les valeurs fondamentales sont incertaines, plus la liquidité devient la caractéristique dominante dans les attitudes spéculatives qui gouvernent la détention des actifs patrimoniaux. Ces actifs sont recherchés pour réaliser des plus-values ou pour se prémunir contre la perte du pouvoir d'achat de la monnaie sur les biens et services. Les théories modernes de la spéculation ont montré que la prédominance de ces comportements entraîne des perturbations pour toute l'économie. Lorsque la spéculation se polarise sur la prévision immédiate du prix de marché, elle devient auto-validante. Une incertitude endogène, provenant de l'interaction des spéculateurs, peut provoquer des fluctuations aggravées<sup>6</sup>. Des mouvements systématiques des prix des actifs patrimoniaux sont possibles, qui entraînent des distorsions de très grande ampleur de leurs prix relatifs par

<sup>5</sup> Un exposé détaillé de la double logique de la formation des prix se trouve chez H. Minsky, *Stabilizing and unstable economy*, Yale Univ press, 1986, chap. 9

<sup>6</sup> Un exposé non formalisé des dynamiques spéculatives sur les marchés boursiers, mais qui présente des simulations des incidences sur les prix de différents comportements spéculatifs, se trouve dans l'article de A. Orléan, *Les désordres boursiers*, La Recherche, vol n° 232, mai 1991 pp 668 à 672.

rapport au niveau général des prix des biens et services. Ces mouvements de prix ont des conséquences très importantes sur la richesse des agents économiques et sur leur propension à s'endetter.

Cette dernière remarque nous conduit à une autre dimension de la non-neutralité de la finance lorsque les marchés sont incomplets : c'est le rôle décisif du crédit. Depuis plus de vingt ans, une littérature abondante a analysé le contrat de prêt comme une relation impliquant une information incomplète et asymétrique entre débiteurs et créanciers. Il en est ainsi parce que l'objet du contrat n'est pas une marchandise dont la qualité est également connue de tous les échangistes potentiels avant que le contrat ne soit noué. L'objet d'un contrat de prêt est une promesse faite par le débiteur au créancier. La qualité de cette promesse est l'enjeu même de la relation. Elle place nécessairement le débiteur, qui fait la promesse contre mise à disposition de monnaie, et le créancier qui cherche à découvrir la bonne foi du débiteur et sa capacité à tenir sa promesse, dans des positions asymétriques. Cette structure très générale d'information imparfaite brise la neutralité de la finance du côté des débiteurs comme des créanciers<sup>7</sup>.

10

Le crédit peut inciter les dirigeants des entreprises à accroître le taux d'endettement pour faire des investissements risqués. Puisque le service de la dette est contractuel, la majeure partie des profits en cas de succès leur revient ou peut être distribuée aux actionnaires. Avec la responsabilité limitée, la majeure partie des pertes en cas de faillite est supportée par les créanciers. A cause de ces asymétries et des incitations perverses qui en résultent, les créanciers vont réagir par des primes de risque et des garanties. Il s'ensuit que la finance externe est plus coûteuse que la finance interne, sauf si la finance est faussement externe, comme dans les groupes financiers qui surmontent les asymétries d'information par l'accès des créanciers aux instances de direction des entreprises emprunteuses. La conséquence des déficiences informationnelles attachées au crédit est que l'organisation du financement des entreprises, notamment l'importance de l'autofinancement, a une grande incidence sur la décision d'investir. On a vu plus haut que l'autofinancement était lui-même lié au pouvoir de marché et au contrôle des coûts. Il y a donc une interaction étroite entre la structure du bilan des entreprises, l'accumulation patrimoniale des groupes dirigeants, les conditions courantes de l'exploitation.

Le problème majeur de l'évaluation par les créanciers de la qualité des promesses dans les contrats de prêts permet de comprendre la supériorité de l'intermédiation financière sur la relation directe entre épargnants et

<sup>7</sup> *Un bilan des résultats récents des conséquences macro-économiques du fondement micro-économique du crédit se trouve chez B. Bernanke, credit in the macroeconomy, Federal Reserve Bank of NY Quarterly Review, vol. 18, n° 1, spring 1993, pp. 50-70.*

emprunteurs, dès que l'incertitude sur la qualité est importante, c'est à dire pour la plus grande partie des débiteurs privés. Les intermédiaires se spécialisent dans la collecte d'informations qui ne sont pas résumées dans des prix de marché, dans l'évaluation des projets des emprunteurs, dans le suivi des opérations financées par les prêts. Parmi ces intermédiaires, les banques ont un avantage grâce à la synergie entre leur activité de crédit et les services de paiements qu'elles offrent aux entreprises. En effet, une grande partie des informations pertinentes sur la situation financière des clients arrive en flux continu comme sous-produit de la tenue des comptes.

Il s'ensuit que les situations qui modifient l'aptitude des banques à fournir du crédit à des classes d'emprunteurs qui n'ont pas d'autres sources de financement externe, ont des incidences macro-économiques. C'est le cas lorsque des réglementations entraînent des rentes de monopole et accroissent les coûts du crédit et en restreignent la disponibilité. Mais c'est aussi le cas lorsqu'une déréglementation brutale et imprudente déstabilise les banques, en les obligeant à s'engager dans des crédits de plus en plus risqués pour maintenir leur rentabilité.

Les bases théoriques que nous venons de résumer sur la formation des prix, le rôle actif des structures financières et l'importance du crédit, nous donnent les instruments pour identifier les phénomènes financiers des années 80 qui affectent les profils des évolutions macro-économiques

*I.2. Libéralisation et instabilité dans la finance: la divergence des prix d'actifs et l'expansion du crédit*

Dans son rapport annuel de 1993, la B.R.I a calculé un indice global du prix des actifs patrimoniaux pour un certain nombre de pays (voir tableau 1). Cet indicateur groupe les éléments de la richesse privée qui ne sont les contreparties de dettes d'aucun agent, ni résident, ni non résident. Y ont été inclus: l'immobilier d'habitation, l'immobilier commercial, les actions. Les indices de prix de ces trois catégories d'actifs ont été pondérés par des estimations de leur part dans le patrimoine total du secteur privé de chaque pays retenu.

Tableau 1 : Niveau du prix réel des actifs patrimoniaux  
(Indice sur base 100 en 1980)

Pays	En 1989	En 1992
Etats-Unis	130	135
Royaume-Uni	166	147
Suède	255	185
Japon	233	160
France	150	140
Allemagne	135	132

Source : B.R.I., Rapport annuel 1993, chap VII.

Ces évolutions confirment entièrement les hypothèses théoriques avancées plus haut. Les prix des actifs patrimoniaux ne se déterminent pas de la même manière que les prix des biens et services. Leurs prix relatifs sont donc vulnérables à des distorsions qui provoquent des fluctuations cycliques de grande amplitude. La phase d'expansion du prix réel des actifs, éventuellement modulée par des fluctuations mineures, a culminé en 1989. L'inflation des prix d'actifs a fait place à une déflation prolongée, sauf aux Etats-Unis où la reprise de la bourse a soutenu l'indice après un creux en 1990 et en Allemagne où la baisse de la bourse et la hausse des prix immobiliers se sont compensées au début des années 90. Pour les autres pays l'amplitude des fluctuations s'échelonne en fonction de l'intensité des désordres financiers que la libéralisation a introduits dans des systèmes qui n'avaient pas été préparés pour l'accueillir.

En tête la Suède (et les autres pays scandinaves) où les systèmes financiers ont littéralement explosé! Vient ensuite le Japon qui n'a pas digéré le mélange des deux logiques contradictoires: la déréglementation des marchés greffée sur une organisation inchangée des groupes d'intérêts<sup>8</sup>. Enfin, le Royaume-Uni et la France qui ont plusieurs points communs: une spéculation immobilière intense dans les capitales, un élargissement de la bourse et une baisse des coûts de transaction, une fiscalité favorable à la recherche des plus-values sous le prétexte d'encourager l'épargne.

L'évolution du prix des actifs patrimoniaux dans les années 80 présente d'autres caractères intéressants. Elle est liée négativement au taux d'intérêt réel, positivement au ratio du crédit au secteur privé par rapport au PIB; elle a une variabilité amplifiée par rapport aux fluctuations du PIB. Ces résultats mentionnés par la B.R.I. méritent une analyse plus approfondie.

Le développement généralisé du crédit est, avec l'envolée des prix des actifs patrimoniaux, le deuxième événement financier de grande importance des années 1980. Nul doute que ces deux évolutions sont liées. Leur relation n'a rien d'exceptionnel: on la retrouve dans les principaux cycles financiers du passé<sup>9</sup>. Mais l'étendue et la gravité de l'expansion mutuelle des valeurs patrimoniales et du crédit ont quelque chose d'insolite. Cela est probablement dû aux changements structurels dans les systèmes financiers, lesquels ont élargi considérablement les opportunités d'emprunts. On peut d'ailleurs remarquer que l'ampleur du cycle financier a été

<sup>8</sup> M. Aglietta, *Les dérapages de la finance japonaise*, *Economie Prospective Internationale*, n° 51, 3<sup>e</sup> trimestre 1992.

<sup>9</sup> Voir notamment la recension des cycles financiers ponctués par des crises avant la seconde guerre mondiale par C. P. Kindleberger, *Manias, panics and crashes; a history of financial crises*, Basic Books, NY, 1978.



particulièrement forte dans les pays qui ont subi les chocs structurels les plus violents, parce que leurs systèmes antérieurs étaient strictement administrés. Les deux pays qui ont connu des évolutions d'amplitude normale des prix d'actifs, comparées aux expériences antérieures des années 60 et 70, sont les États-Unis et l'Allemagne. Aux États-Unis, l'innovation financière est un processus continu depuis le début des années 60. L'Allemagne est un pays imperméable à l'innovation, dont le système financier a des structures pratiquement inchangées depuis le début des années 60.

Pendant que les macro-économistes dissertaient à perte de vue sur les déficits publics, le crédit au secteur privé faisait monter les taux d'endettement à des niveaux inconnus jusqu'alors. Le tableau 2 donne un panorama résumé de l'endettement des agents privés, quelle que soit la source du crédit.

Tableau 2 : Dette des agents privés rapportée au PIB En %

	MÉNAGES				ENTREPRISES			
	1980	1985	1990	1992	1980	1985	1990	1992
Etats-Unis	49	55	68	68	52	60	65	30
Royaume-Uni	38	57	80	82 <sup>(1)</sup>	94	126	167	180 <sup>(2)</sup>
suède	53	53	64	-	113	122	176	-
Japon	42	47	63	62 <sup>(1)</sup>	89	127	136	136 <sup>(2)</sup>
France	45	46	55	52	56	60	66	71
Allemagne	50 <sup>(3)</sup>	56 <sup>(3)</sup>	52 <sup>(3)</sup>	51 <sup>(1)(3)</sup>	64	69	71	72 <sup>(2)</sup>

(1)(2) : Chiffres de l'année 1991  
 (3) : Dette des ménages + dette du logement à long terme

13

Sources : Comptes Nationaux des différents pays ; département économique de l'OCDE

Entreprises et ménages ont tous les deux bénéficié de l'engouement pour les dettes. Comme le remarque à juste titre B. Friedman: *«The distinguishing hallmark of the 1980s leverage movement is that it was just that: an increase in leverage. In particular (in the US) it was not the financing of an investment boom. While American businesses borrowed in record volume during the mid-to latter 1980s, these years were a poor period for investment in new earning assets»*<sup>10</sup>.

10 B. Friedman, *The Minsky cycle in action: but why?* in *Federal Reserve Bank of N.Y. Quarterly Review* op.cit, p.37-39.

Cette remarque ne s'applique pas qu'aux Etats-Unis. Dans les pays européens également, les taux d'investissement productifs ont été, dans les années 80, inférieurs à ceux des décennies précédentes. Il n'y a guère que le Japon qui ait connu, dans la période 1986-89, un boom de l'investissement aussi puissant que celui de la période 1965-69.

Les relations entre le crédit et l'accumulation patrimoniale sont donc complexes. Pour les démêler, il faut mobiliser les éléments théoriques énoncés plus haut.

La variation des prix réels des actifs est procyclique et amplifie le cycle de l'activité économique. L'élasticité de l'indice de prix synthétique par rapport au PIB dans les années 80 est d'autant plus grande que le système financier a été plus désorganisé par le choc de la déréglementation. Cette élasticité a été, en effet, de 1,48 aux Etats-Unis et de 1,82 en Allemagne. Mais elle atteint 3,18 au Japon, 3,39 au Royaume-Uni, 4,11 en France et 6,88 en Suède. Plusieurs questions se posent au sujet des canaux de transmission des marchés d'actifs aux fluctuations de l'économie réelle. La grande disparité de ces élasticités apparentes souligne l'autonomie du mouvement des prix d'actifs par rapport à la croissance des économies. Les variations des cours boursiers peuvent provenir d'une instabilité des valeurs fondamentales ou de déviations systématiques par rapport aux valeurs fondamentales (bulles spéculatives). Ces deux sources de perturbation ont-elles les mêmes incidences économiques ou des incidences différentes ? Les actions et les biens fonciers influencent-ils les mêmes leviers économiques ? Pourquoi la demande de crédit, qui a été très forte partout, ne s'est-elle pas traduite par un relèvement des taux d'investissement productif dans la plupart des pays ? Ces questions délicates concernent la nature des actifs patrimoniaux et la forme du contrôle de propriété sur les entreprises.

Considérons d'abord le comportement des entreprises et de leurs actionnaires. Comme on l'a indiqué plus haut, la théorie du crédit en information imparfaite montre que le coût des ressources internes est inférieur à celui du financement externe. L'autofinancement abondant est donc *a priori* favorable aux projets d'investissement. D'une manière plus précise, les recherches récentes ont montré que les coûts d'agence sont réduits par la grandeur de la situation nette des entreprises garantie par collatéral. Plus grande est la situation nette garantie par collatéral, plus élevé peut être le niveau de l'investissement, mais aussi plus grande est la convoitise des « raiders » pour lancer les acquisitions financées par emprunts<sup>11</sup>. La structure de la propriété peut alors jouer un rôle déterminant

11 Au niveau théorique, B. Bernanke et M. Gertler, *Agency costs, net worth and business fluctuations*, AER, vol 79, n° 1, pp. 14-31, 1989. Pour des vérifications empiriques, R. Fazzari, R. Hubbard et B. Petersen, *Financing constraints and corporate investment*, Brookings Papers on Economic Activity, 1, pp. 141-195, 1988.

pour orienter les entreprises vers la croissance interne ou vers la croissance externe.

Au Japon, la structure de la propriété tisse des communautés d'intérêts permanents dans les keiretsu. Ces relations financières réduisent sensiblement les coûts d'agence et stabilisent la propriété, une partie seulement marginale des actions étant susceptible de s'échanger en bourse. Les organismes financiers, bancaires et non bancaires, sont créanciers et actionnaires des mêmes entreprises. Leurs cadres supérieurs participent aux organes dirigeants des entreprises. Dans ces conditions, la mise en réseau des relations financières au sein des keiretsu améliore la qualité des engagements financiers par rapport à la logique du financement externe à travers les marchés financiers. C'est une caractéristique favorable à des taux d'investissement élevés. Placée dans cet environnement, l'appréciation réelle des actifs patrimoniaux joue le rôle d'un collatéral pour un crédit bon marché ou pour des augmentations de capital qui soutiennent le boom des investissements. Les grandes entreprises ont pu émettre des obligations en dollar convertibles en actions qui réduisaient le coût du capital pratiquement à zéro avec la double appréciation du yen et de la bourse japonaise entre 1986 et 1989. Perdant cette clientèle, les banques redéployèrent le crédit sur l'immobilier et sur les entreprises moyennes; ce qui permit de soutenir une vague d'investissements généralisée.

15

Une étude japonaise récente permet de préciser les rôles respectifs des deux catégories d'actifs patrimoniaux, les actifs fonciers et les actifs boursiers, dans la grande spéculation de la seconde moitié des années 80. Ces résultats empiriques sont conformes aux modèles théoriques qui décrivent les relations macro-économiques entre l'appréciation réelle des actifs patrimoniaux, le crédit et l'accumulation du capital productif<sup>12</sup>. Les actifs fonciers possédés par les entreprises jouent le rôle d'un collatéral très important dans leur bilan. Il s'ensuit une augmentation de l'offre de crédit, une diminution des taux d'intérêt réel et un accroissement de l'investissement productif. A son tour, l'acquisition des actifs fonciers dépend de l'anticipation de leur appréciation qui s'auto-valide par la réalisation des transactions et entretient l'expansion très rapide du crédit. De son côté, le rôle des actifs boursiers dépend crucialement de la structure de la propriété. Les actionnaires à long terme que sont les actionnaires japonais ne sont pas intéressés par les indications à court terme du marché boursier, dès lors qu'elles s'écartent de leur évaluation du rendement interne du capital des entreprises. En effet, à cause des

12 Une classe de modèles macro économiques étudie ces relations dans M. Aglietta, V. Coudert, B. Mojon, *crédit et dynamiques économiques*. Doc. de travail n° 93 - 02, CEPII, communication aux 10èmes journées internationales d'économie monétaire et bancaire. 10 -11 juin 1993.

coûts fixes irrécupérables qui rendent les investissements productifs irréversibles, ceux-ci sont fortement affectés par une incertitude sur la rentabilité future qui est manifestée dans les fluctuations très amples des cours boursiers<sup>13</sup>. Il s'ensuit qu'une forte composante spéculative, représentée par des bulles ou des évolutions chaotiques sur les marchés des actions, doit avoir une influence négative sur l'investissement productif. Ainsi une hausse tendancielle de la bourse, faisant monter la valeur de marché des entreprises au-dessus du coût de reproduction de leur capital, stimule l'investissement. Mais la composante purement spéculative entraîne des investissements erronés ou la préférence pour la croissance externe.<sup>14</sup>

Cette influence spéculative a joué un grand rôle dans les pays anglo-saxons où la structure de propriété donne une grande importance aux actionnaires de court terme. Plus généralement, l'expérience de ces pays et celle de la France dans les années 80 attirent l'attention sur les finalités du crédit.

Le crédit peut être orienté de trois manières: il peut financer l'augmentation du capital productif matériel ou immatériel; il peut financer l'acquisition d'actifs patrimoniaux non produits pour les plus-values espérées, qu'elles soient réalisées sur le marché secondaire ou non; il peut financer les dépenses courantes des entreprises ou des ménages, qui ne pourraient plus l'être au même niveau sur ressources internes à cause d'un fléchissement des revenus réels. Le premier type de crédit est *productif*, le second est *spéculatif*, le troisième est *substitutif*<sup>15</sup>. Les canaux de transmission de la finance à l'économie ne sont pas les mêmes selon l'orientation du crédit. La structure importe tout autant que le montant global.

Le dysfonctionnement des systèmes financiers anglo-saxons et européens (Allemagne exceptée) dans les années 80 est largement dû aux changements dans la structure du crédit sous l'effet de la libéralisation financière. La part des crédits productifs s'est réduite et la part des crédits spéculatifs et substitutifs s'est enflée démesurément. Aux Etats-Unis, notamment, la comparaison entre les années 60 et les années 80 est édifiante. Selon les comptes nationaux, la croissance de la FBCF à prix constants a été en moyenne de 6,2 % par an dans la période 1960-69 contre 2,2 % dans la période 1982-90. Mais, selon les *flow of funds*, le rapport des emprunts

13 Pindick R, *Irreversibility, uncertainty and investment*, NBER Working Paper, n° 3307, 1990.

14 K. Ogawa, *Asset markets and business fluctuations in Japan*, Economic Planning Agency, communication to the 10th international symposium, 24-25 March 1993. Cette étude japonaise décompose économétriquement la variation des prix boursiers en une composante fondamentale et une composante spéculative. L'auteur montre ensuite que la composante fondamentale est corrélée positivement et la composante spéculative négativement avec l'investissement productif

15 Cette distinction est importante dans la théorie keynésienne des marchés incomplets. Voir R Pollin, *Destabilizing finance worsened this recession*, *Challenge*, 1992, pp. 17-24.

nouveaux à la FBCF a été de 30 % dans la première période et 37 % dans la seconde. Pourtant le taux d'autofinancement était de 94 % contre 101 %. Cela signifie que globalement, pas un dollar d'emprunt n'a été nécessaire dans les années 80 pour financer le capital productif. La totalité de l'endettement est allée à la croissance externe et aux rachats d'actions par les directions d'entreprises en place contre les «raiders», dont les malversations sont maintenant bien connues. On sait que le marché spéculatif des «junk bonds» aux Etats-Unis, qui s'est effondré à l'automne 1989, a été le principal vecteur de ces grandes manœuvres financières.

L'appât des gains en capital provoqués par les grandes fluctuations du marché boursier a été évidemment le stimulant des acquisitions et des démembrements d'entreprises. Car, en 1982, la valeur de marché des sociétés privées était globalement égale à 44 % de la valeur de la situation nette évaluée aux coûts de remplacement des immobilisations, alors que ce ratio était en moyenne de 96 % dans les années 60. Il n'y a donc pas de mystère si la spéculation a submergé le financement productif dans cette période. La rentabilité de l'investissement productif était insignifiante par rapport aux plus-values espérées de l'acquisition d'entreprises à positions liquides confortables, de leur démembrement et de leur revente par lignes de produit ou par départements, à partir du moment où l'inflation avait reflué sur les marchés des biens et services. Au Royaume-Uni et en France, ce sont les opérations de privatisation qui ont mis sur le marché des entreprises récemment restructurées et assainies. Cependant, dans le climat euphorique de l'expansion des bourses depuis 1982, les perspectives de développement de ces entreprises ont sans doute été surestimées. Il est vrai, en outre, que des incitations fiscales ont encouragé l'engouement pour les placements boursiers avant le coup d'arrêt brutal provoqué par le krach d'octobre 1987. Dans tous ces pays, la libéralisation financière a été mise au service d'incitations perverses. Il n'y a pas à s'étonner si la qualité du crédit s'est détériorée au cours des années 80 et si l'assainissement financier est long, douloureux et coûteux en emploi.

Les crédits spéculatifs et substitutifs ont également fait les beaux jours de l'endettement des ménages, dès que le rationnement du crédit a été levé pour cette catégorie d'agents économiques. Mais, au lieu de s'inquiéter de cette dynamique perverse, on a préféré s'enliser dans le débat oiseux sur la pénurie d'épargne, qui n'en était au mieux que la conséquence. Les années 80 ont été partout celles de l'accroissement des inégalités de revenus, comme l'ont montré pour la France les rapports du CERC. Les revenus tirés des actifs patrimoniaux, et les gains en capital réalisés ont énormément progressé relativement à des salaires réels qui ont baissé aux Etats-Unis et n'ont guère progressé en France. Il en a résulté deux types de crédit. L'endettement spéculatif des ménages aisés a permis

d'exercer un effet de levier maximal dans leur accumulation patrimoniale à la poursuite de gains en capital rapides et énormes. Le tableau 2 montre que c'est surtout le Royaume-Uni qui a eu les ménages à l'origine d'une augmentation très rapide de l'endettement pour financer une vague puissante de spéculation immobilière. De leur côté, les ménages modestes ont emprunté pour financer l'accession à la propriété de logements, dont les prix en hausse répercutaient les effets amortis de la spéculation dans les grandes villes. Ils ont emprunté aussi pour consommer, essayant de conserver leur mode de vie malgré l'érosion de leurs revenus réels.

Au total, le crédit a augmenté beaucoup plus vite que la production et, dans le total du crédit, la proportion de l'endettement qui ne finançait pas une production nouvelle a augmenté encore plus vite. Il était donc inévitable que le poids du service des dettes s'accroisse inexorablement dans les revenus des agents endettés. A la fin des années 80, la qualité des engagements financiers dépendait de plus en plus de l'anticipation d'une hausse des prix d'actifs, qui était de moins en moins justifiée par la croissance de la production future. Le retournement du cycle financier n'était plus qu'une question d'évaporation de la confiance à la suite de faillites ou d'un durcissement de la politique monétaire

18

## II. LES INTERACTIONS DE LA FINANCE ET DE L'ÉCONOMIE: AJUSTEMENTS DES AGENTS NON FINANCIERS

Dans un cycle financier entraîné par le mouvement des actifs patrimoniaux, c'est le retournement de ces prix qui déclenche la récession. Le tableau 3 donne un échantillon des baisses les plus profondes.

Tableau 3 : Baisses majeures des prix d'actifs

Pays	Type d'actifs	Année du pic	Epoque du creux	Amplitude de la baisse (en %)
Japon	Bourse de Tokyo	1989	Août 1992	- 60
	Terrains urbains résidentiels (moyenne de 6 villes)	1990	Deuxième semestre 1992	- 20
Etats-Unis	Immobilier commercial dans le Nord-Est	1989	Quatrième trimestre 1992	- 25
Royaume - Uni	Immobilier commercial dans le Sud-Est	1988	Quatrième trimestre 1992	- 25
	Immobilier commercial à Londres	1989	Mars 1992	- 45

Source : Banque d'Angleterre à partir de données nationales

Ces éléments ponctuels complètent les informations globales du tableau 1. La phase descendante du cycle financier au début des années 90 est une phase de déflation des actifs patrimoniaux. C'est aussi un coup d'arrêt à l'expansion du crédit au secteur privé. Cela se produit dès 1989 aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, à partir de 1990 au Japon, 1991 en France (*graphiques 1, 2, 3*). Seule l'Allemagne fait exception avec les conséquences de la réunification qui ont suscité une forte demande de crédit. Dans les autres pays, la décélération du crédit, sa baisse absolue au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, fait de l'ajustement financier actuel le plus long et le plus profond de l'après-guerre. Du côté de la demande de crédit, cet ajustement concerne aussi bien les entreprises que les ménages. Il vise à stabiliser, puis à réduire les taux d'endettement très élevés de la fin des années 80, qui ont été présentés sur le tableau 2.

### *II.1 Comportement des entreprises*

A la fin des années 80, la situation financière des entreprises s'était plus ou moins dégradée selon les pays. L'ampleur de cette dégradation dépendait des taux d'endettement atteints, de la sensibilité des charges financières à l'augmentation des taux d'intérêt à court terme, de l'ampleur des moins-values sur les actifs patrimoniaux mis en collatéral des emprunts. Dans un cycle financier, le retournement de conjoncture est provoqué par les conséquences défavorables, effectives ou anticipées, d'un durcissement à court terme des conditions monétaires sur des structures financières fragiles. C'est l'ajustement financier qui est la force déterminante de la phase récessive. Il a pour objectif le renforcement des bilans. Les incidences sur l'économie réelle passent par les variables courantes d'exploitation que les agents en cours de restructuration financière peuvent modifier. Elles passent surtout par l'annulation des dépenses d'investissement.

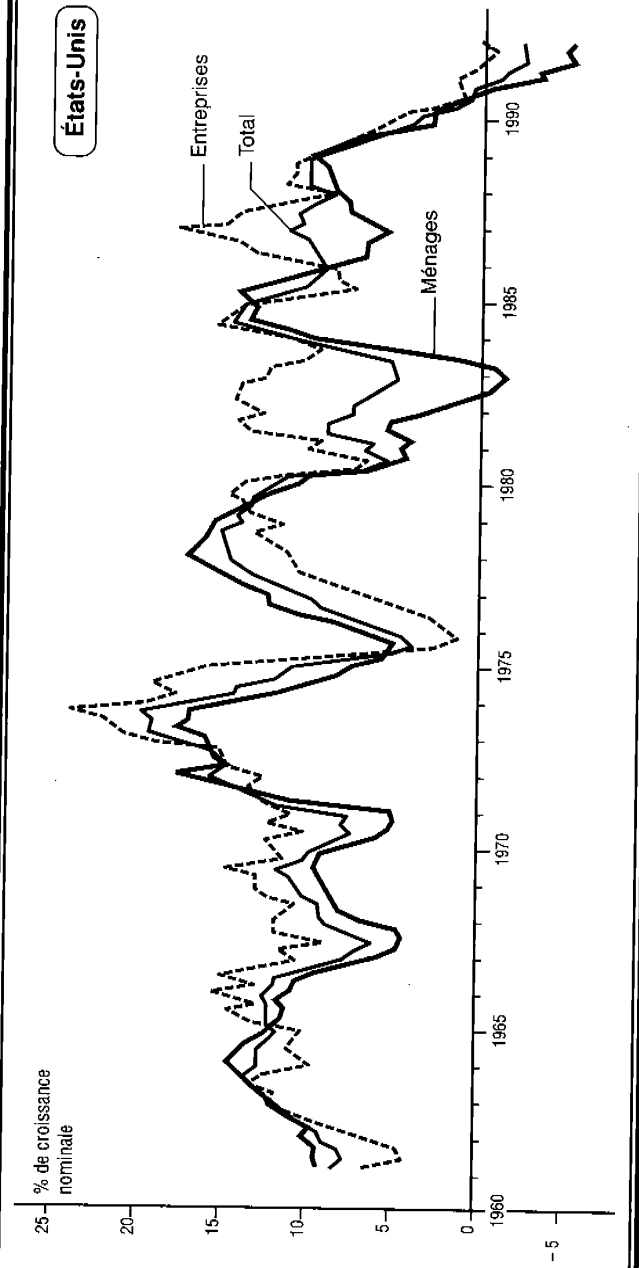
Il s'ensuit que, dans un cycle financier, le fléchissement de la demande effective n'est pas une cause du retournement de la conjoncture. C'est tout au plus un effet de rajustement financier. Cet effet est d'ailleurs procyclique, ce qui prolonge la phase récessive. Il en est ainsi parce que la réduction des dépenses d'investissement par toutes les entreprises contracte la production et le profit. Le poids de l'endettement dans le passif des entreprises ne parvient pas à se réduire immédiatement. Il faut donc amputer encore plus le crédit et l'investissement pour parvenir à réduire fortement le besoin de financement, malgré des profits déclinants. Ce processus doit nécessairement s'étaler dans le temps. Cela donne à une récession financière une plus longue durée qu'une récession provoquée par un durcissement de la politique monétaire ou par un choc réel exogène, lorsque les structures financières sont robustes.

A côté des ratios d'endettement eux-mêmes, présentés dans le tableau

Graphique 1

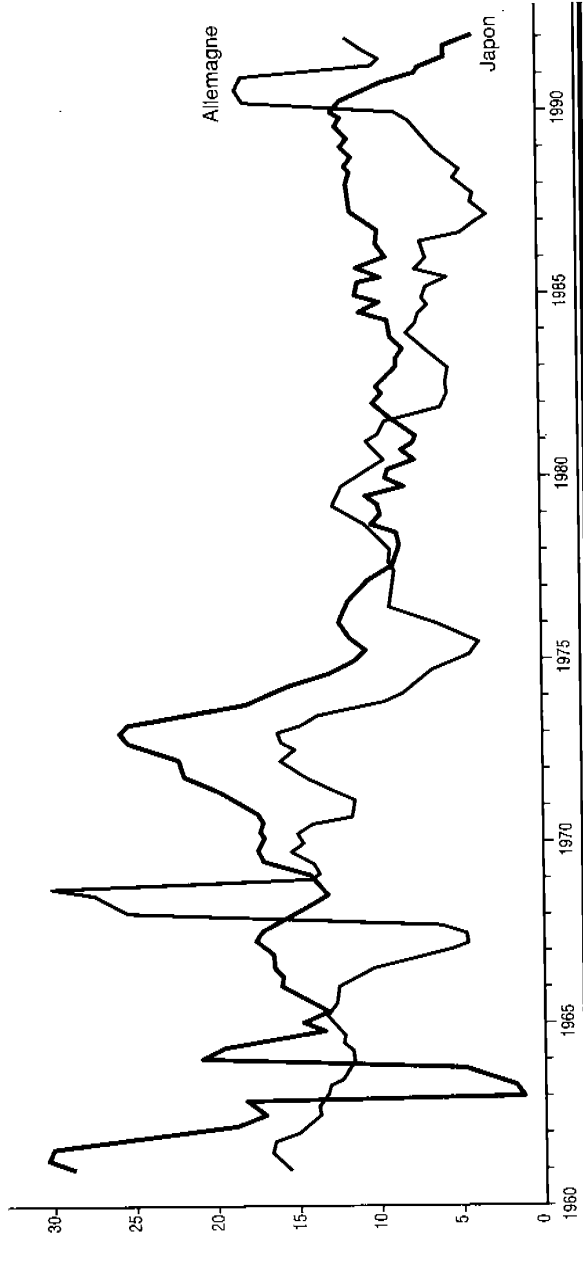
**Croissance du crédit au secteur privé**

(en % par glissement annuel. Statistiques financières du FMI)





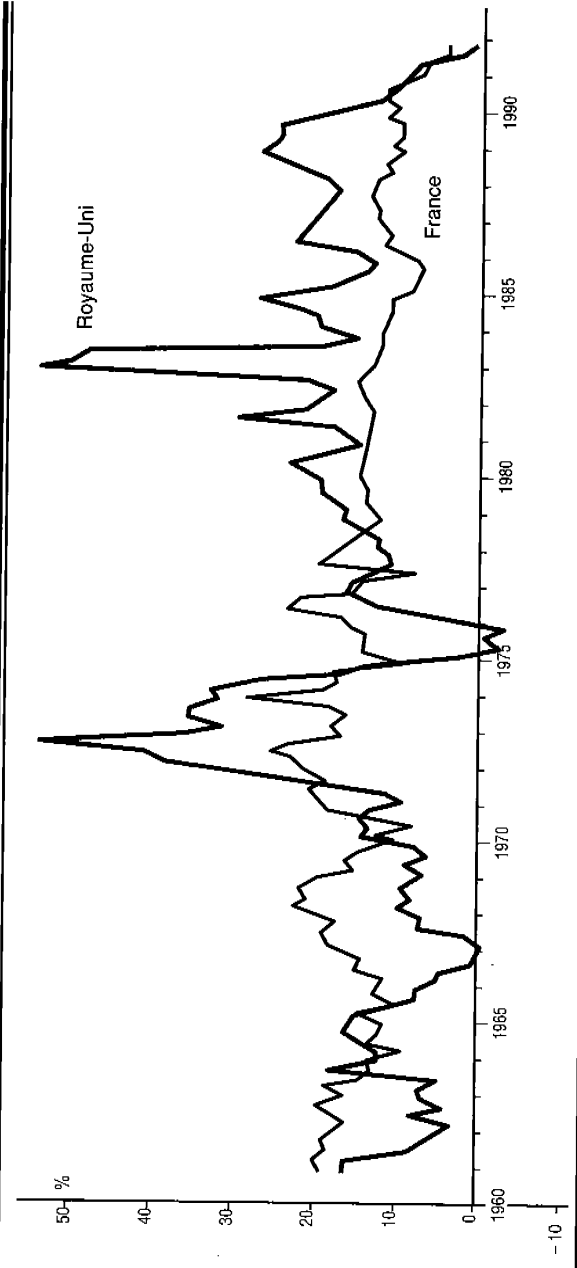
Graphique 2  
**Croissance du crédit au secteur privé**  
(en % par an en glissement annuel. Statistiques financières du FMI)



Graphique 3

**Croissance du crédit au secteur privé**

(en % par an en glissement annuel. Statistiques financières du FMI)



2, le poids du service de l'endettement est un indicateur de la contrainte de liquidité provoquée par la détérioration des bilans des entreprises. La mesure globale de cet indicateur pour l'ensemble des sociétés privées ne donne qu'une première approche assez frustrante. Elle doit être affinée dans chaque pays par le repérage des situations critiques. Car la fragilité se manifeste dans certaines catégories d'entreprises. Ce sont leurs réactions qui provoquent des effets récessifs chez les autres entreprises. L'ampleur et la durée de la récession dépendent grandement de la disparité des situations. C'est la résultante des forces opposées entre les agents qui peuvent avoir intérêt à dépenser et qui ont la capacité de le faire d'un côté, les agents qui rencontrent des contraintes de liquidité dans leur effort pour restructurer leurs bilans de l'autre.

Dans tous les pays, les comptes nationaux ne permettent que de connaître les paiements d'intérêts. Dans certains pays, seuls les intérêts nets sont publiés. Aussi le tableau 4 ne rassemble-t-il pas des données directement comparables. Mais les chiffres le sont dans le temps pour un même pays. Japon, Suède et Royaume-Uni sont les pays où la charge des intérêts s'est la plus fortement détériorée à la fin des années 80. Les entreprises japonaises ont connu une contrainte de liquidité plus aiguë dans la récession de 1974-75 et les entreprises françaises dans celle de 1980-81.

23

Tableau 4 : *Paiements d'intérêts rapportés aux ressources disponibles annuelles des sociétés privées*

	1975	1980	1988	1990	1992
Etats-Unis	17	20	22,5	30	26,5
Royaume-Uni	25,5	26	29	30	30
Japon	90	70	53	64	71,5
Suède	49	72	48	70	-
France I	-	108,5	49	65	60 <sup>(1)</sup>
France II	-	40	26	31,5	32,5
(1) En 1991					

Sources : comptes nationaux

Etats-Unis et Suède : intérêts nets/épargne brute

Royaume-Uni et Japon : intérêts bruts/profits bruts après impôt

France I : intérêts bruts/épargne brute

France II : intérêts bruts/excédents bruts d'exploitation

Mais ces fortes tensions résultaient de chocs exogènes non anticipés qui avaient détérioré le compte d'exploitation par écrasement du taux de marge; ce qui avait forcé les entreprises à s'endetter à court terme à des taux très élevés. La remise en ordre des prix relatifs avait rétabli le compte

d'exploitation et résorbé l'excès d'endettement à court terme. Les tensions actuelles proviennent de la détérioration endogène des structures de bilan. L'inversion de cette évolution, qui concerne les encours, a une grande inertie. Elle entraîne des contraintes de liquidité, peut-être moins spectaculaires, mais plus durables.

*a/ Etats-Unis*

Selon les enquêtes du Fed, la qualité du crédit bancaire s'est détériorée rapidement aux Etats-Unis en 1990 et 1991. Cette dégradation a atteint tous les secteurs et toutes les tailles d'entreprises. Elle est confirmée par l'augmentation brutale des pourcentages de prêts à problème et de défauts au cours des mêmes années. Le ratio des prêts non performants rapporté au total des encours passa de 4,5 à 6 % pour le crédit industriel et commercial au cours de l'année 1990. Il dépassa 8 % au premier trimestre 1991 dans l'immobilier. Mais, dans un pays où 70% environ des engagements des sociétés privées non financières est constitué de titres, la mauvaise qualité des bilans ne pouvait être attribuée seulement au crédit

24 Les marchés de titres ont connu une dégradation plus sélective. Dans le domaine des obligations standard la prime de risque supportée par les taux des obligations privées de meilleure qualité sur les taux des obligations d'Etat de même durée est passée de 0,5 % fin 1988 à 1,4 % au début de 1992. Mais cet accroissement n'est pas supérieur à celui constaté dans les périodes de tension antérieures en 1970, 1974 et 1981-82. En revanche le marché des junk bonds fut sévèrement atteint. Les émissions nouvelles disparurent en 1990 et la prime de risque sur les obligations d'Etat passa de 4 à 7 % entre le début de 1989 et le mois de juin 1990, pour bondir au-delà de 12 % en fin d'année et refluer à 4 % au cours de l'année 1992. Cette détérioration contamina aussi les obligations standard de deuxième catégorie, surtout celles qui étaient placées privativement auprès des investisseurs institutionnels. Enfin les titres à court terme (*commercial paper*) furent atteints par les défauts de six émetteurs en 1989, qui menacèrent des SICAV monétaires que leurs banques mères durent secourir en achetant le papier à perte. Ces incidents se répercutèrent sur les primes de risque qui augmentèrent fortement pour le papier de deuxième catégorie en 1990 et 1991. Car les investisseurs craignaient que les banques dont la position en capital était détériorée ne puissent honorer leurs lignes de crédit sur le papier commercial; ce qui pouvait déclencher une fuite sur le compartiment vulnérable de ce marché.

Le résultat d'un ajustement financier généralisé à tous les secteurs et à un grand nombre d'entreprises a été la baisse profonde et durable du crédit observée sur le graphique 4 qui distingue les entreprises et les ménages. Si l'on s'en tient au crédit bancaire à l'industrie et au commerce,

le Department of Commerce a comparé l'évolution du ratio des prêts aux ventes des entreprises dans la phase récessive 1989-92 à la moyenne des évolutions des quatre récessions précédentes. Pour un niveau 100 cinq trimestres avant le pic de la conjoncture, ce ratio était à 96 au pic et à 87,5 six trimestres après le pic dans le présent cycle financier<sup>16</sup>. Au contraire, dans la moyenne des cycles antérieurs, pour un même niveau 100 à la même position conjoncturelle, le ratio atteignait 112,5 au pic et 100 six trimestres ultérieurs. Cette particularité indique bien une contrainte financière renforcée qui a entraîné un ajustement pour réduire l'endettement. Un tel ajustement a provoqué à son tour une récession prolongée, en dépit d'une grande détente des taux d'intérêt à court terme.

*b/ Japon*

Au Japon, l'ajustement financier est à la fois plus profond et plus long. Les profits des entreprises et leurs investissements sont loin de se redresser. Il est vrai que le surinvestissement était considérable à la fin des années 80. Le tableau 4 montre que les charges d'intérêt ont continué à augmenter continuellement jusqu'en 1992. En outre, les difficultés ne concernent pas que l'industrie. Malgré la décélération très forte du crédit entre 1989 et 1992 (de 12% l'an à 2% environ), le ratio de l'encours de dette des entreprises non industrielles consacrée au financement de l'investissement productif, à leur épargne brute est passé de 170% en 1988 à 290% en 1992, selon la Banque du Japon. Parallèlement, le ratio des paiements d'intérêts sur l'ensemble de leurs dettes à leur épargne brute est passé de 62,5% à 87,5% entre les mêmes années. La Banque Industrielle du Japon confirme que la baisse des profits est sévère, prolongée, et touche tous les secteurs et toutes les catégories d'entreprises (tableau 5).

25

Tableau 5 : *Profit des sociétés avant impôts*  
(variation année sur année en %)

	1991	1992	1993 (prévisions)
Grandes entreprises manufacturières	- 20,9	- 33,0	- 11,8
Grandes entreprises non manufacturières	- 9,3	- 25,2	- 13,7
Petites et moyennes entreprises	- 9,3	- 37,1	- 22,6
Ensemble des sociétés non financières	- 12,8	- 33,5	- 17,5

Source : Industrial Bank of Japan, Quaterly Outlook, juin 1993

<sup>16</sup> Cette source, ainsi que les enquêtes du Fed et les calculs des primes de risque est citée par P Cantor et J. Wenninger, *Perspective on the credit slowdown*, FRB NY Quaterly Review, op cit, pp 3-36.

Cette baisse des profits résulte de l'excès d'investissement dont on a décrit l'origine dans la première partie. Les stocks et le capital fixe sont concernés. Le ratio moyen des stocks aux ventes s'est accru de 20% au cours de l'année 1992. Le surinvestissement en capital fixe se repère à une sous-utilisation des capacités qui est tombée au-dessous du niveau très bas du premier choc pétrolier dans les industries de processus et dans les constructions mécaniques et électriques. On comprend donc que, plus encore qu'aux Etats-Unis, l'objectif des entreprises est de réduire leur endettement relativement à une épargne brute qui s'est elle-même fortement réduite. Tant que cet ajustement perdure et qu'il domine l'effet expansif des programmes de dépenses publiques qui tarde à se manifester, les très bas taux d'intérêt n'incitent pas les entreprises à engager des dépenses nouvelles. L'appréciation brutale du yen au cours de l'année 1993 ne peut que retarder l'aboutissement de l'assainissement financier en cours. En outre, la baisse des taux d'intérêt à court terme est loin d'exprimer le coût du capital pour les entreprises. Car la baisse simultanée des valeurs foncières et boursières a réduit les collatéraux et les émissions d'actions nouvelles. Les entreprises ont donc dû refinancer des titres assortis de bons de souscription d'actions, qui avaient été émis massivement en 1988 et 1989, à des taux d'intérêt obligataires sensiblement plus élevés que lors de l'émission initiale de ces titres. Le coût du capital a donc augmenté et cet accroissement a participé à la baisse des profits des entreprises.

26

*c/ Royaume-Uni*

Au Royaume-Uni la fragilité financière s'est traduite comme aux Etats-Unis par un accroissement spectaculaire des prêts non performants dûs à des faillites d'entreprises. Le nombre de faillites a représenté 2,3 % de l'ensemble des entreprises industrielles et commerciales en 1990 et en 1991, contre 0,8 % en 1988. Par rapport à la récession de 1980, où la fragilité financière avait surtout frappé l'industrie manufacturière, la construction et la distribution ont été atteintes en 1990, les services en 1991. Comme dans les autres pays, les entreprises anglaises ont cherché à réduire leurs emprunts bancaires. Contrairement au Japon, elles ont bénéficié d'une reprise de la bourse en 1991; ce qui leur a permis d'émettre des actions nouvelles. La liquidité des grandes entreprises (celles qui peuvent émettre publiquement des actions) s'est donc améliorée. La restructuration financière a été suffisamment avancée pour stopper le poids des charges financières rapportées aux profits bruts après impôts, malgré les taux d'intérêts prohibitifs, motivés par la défense de la livre dans le SME. Grâce à cette restructuration financière préalable, les entreprises ont pu répondre positivement à la baisse des taux d'intérêt et à la dépréciation de la

livre à partir de la mi-septembre 1992. Pouvant anticiper une demande rentable croissante à l'exportation et une diminution de la charge financière sur leur dette à taux variables, les entreprises industrielles anglaises devraient ensuite bénéficier du retournement conjoncturel de la productivité grâce à la reprise de la production. Une vive progression des profits industriels devrait donc se produire en 1993. Le besoin de financement des entreprises pourra continuer à se réduire dans de meilleures conditions.

*d/ La France*

L'ajustement financier des entreprises en France n'est pas différent dans son principe des expériences anglo-saxonnes. Mais il s'est produit plus tard, ayant commencé en 1991 et étant en pleine action en 1992 et 1993. Certes l'accumulation des dettes dans les années 80 n'a pas atteint les mêmes extrêmes. Car les entreprises françaises très endettées au début de la décennie, se sont désendettées jusqu'en 1987, grâce à l'amélioration spectaculaire des taux de marge et à la faible progression de l'investissement. Le taux d'endettement n'a reaugmenté que dans la phase terminale de la spéculation immobilière des années 1988-90, laquelle a coïncidé avec une vive reprise de l'investissement productif. Cependant, si les niveaux d'endettement étaient plus raisonnables, l'environnement monétaire était beaucoup plus défavorable qu'aux Etats-Unis et même qu'au Royaume-Uni depuis septembre 1992.

27

Les entreprises françaises doivent faire leur ajustement dans un environnement déflationniste, marqué par la baisse de nombreux prix industriels et par des taux d'intérêt à court terme écrasants. Aussi l'aggravation du poids des charges financières a-t-elle été aussi forte qu'au Japon et qu'au Royaume-Uni et beaucoup plus forte qu'aux Etats-Unis (*tableau 4*). Dans ces conditions, la restructuration des bilans ne pouvait être que puissamment récessive.

La description des modalités essentielles de l'ajustement financier des sociétés privées est résumée dans le tableau 6.

La brutalité de l'ajustement financier s'exprime en quelques chiffres. De 1989 à 1992, le taux de marge brute a baissé de 31,7 % à 30,3 %. Le poids des frais financiers dans l'excédent brut d'exploitation a monté de 25 % à 32,5 %. Pourtant le taux d'épargne brute, après avoir fléchi en 1990, a retrouvé le niveau de 17% qu'il avait en 1989. Enfin et surtout, le taux d'autofinancement a atteint 108 % au sens strict et dépassé 110 % au sens large (y.c les transferts de capital au numérateur et l'ensemble de la FBC au dénominateur) en 1992, alors que son niveau moyen était de 75 % de 1970 à 1985. De 1991 à 1992, l'excédent brut d'exploitation a augmenté de 3,4%, les charges financières de 9,8% et le revenu disponible brut de 7,7%. Mais l'investissement a baissé de 4,9 %.

Tableau 6 : *Tableau de financement des sociétés privées en France*  
(en % de la valeur ajoutée)

	Moyenne 1985-89	1990	1991	1992
<b>EMPLOIS</b>				
FBCF + acquisition nette de terrains et d'actifs incorporels	17,6	19,4	18,5	16,8
Acquisition d'actions et participations	4,0	8,9	6,2	5,8
Variations de stocks et crédits commerciaux	4,7	5,6	8,4	3,8
Liquidités (y.c. titres d'OPCVM)	1,9	4,1	-0,3	2,6
Ajustement	0,4	0,4	-0,2	0,7
<b>RESSOURCES</b>				
Épargne brute	15,6	15,9	16,3	17,0
Transferts nets de capital	0,7	0,7	1,0	1,1
Emission d'actions	6,3	7,0	7,3	7,5
Crédits à moyen et long terme	4,3	6,4	5,4	4,7
Crédits à court terme	2,3	6,5	2,6	-0,1
Obligations et titres du marché monétaire	-0,6	1,7	0,0	-0,5

Source : Rapport sur les comptes de la Nation de 1992, tome I, INSEE, p. 46.

La restructuration financière a donc pour processus central le fléchissement du taux d'investissement de près de trois points depuis 1990. Cela permet aux entreprises d'avoir une capacité de financement pour la première fois depuis plus de trente ans. Elles s'en servent pour reconstituer leurs liquidités et couper dramatiquement le crédit à court terme; ce qui est conforme à l'évolution de la courbe des taux d'intérêts. On remarque aussi, que, comme en Angleterre et contrairement au Japon, la bonne tenue de la bourse a permis une activité élevée d'émission d'actions nouvelles. Cette source stable de financement, alors que l'acquisition d'actions et participations fléchissait, a contribué au désendettement des



entreprises. De son côté la chute des crédits de trésorerie s'est accompagné de l'ajustement en baisse des stocks et a favorisé une consolidation de l'endettement.

Enfin, la restructuration financière agit fortement sur les comptes d'exploitation par la baisse de la production, la désinflation et leurs séquelles. La baisse de la production entraîne une augmentation des coûts salariaux unitaires, alors que les prix industriels stagnent ou baissent selon les branches. La diminution du coût des inputs physiques a contribué à freiner la baisse des taux de marge. Mais l'emploi a été la variable réelle privilégiée de l'ajustement des entreprises. A son tour, l'hémorragie de l'emploi a de lourdes conséquences sur les revenus, les dépenses et l'ajustement financier des ménages.

## II. 2. Comportement des ménages

L'ajustement financier des ménages a contribué à accentuer la phase récessive du cycle financier. Ce comportement n'est pas habituel. Lorsqu'une fluctuation conjoncturelle se produit autour d'un sentier de croissance, elle entraîne pour les ménages un ralentissement temporaire de la progression de leurs revenus. Confiants dans la reprise ultérieure de la croissance, donc dans la régularité de la progression de leurs revenus permanents, les ménages tirent sur leurs disponibilités financières pour réaliser leurs dépenses projetées. Les taux d'épargne baissent donc dans la récession pour lisser l'évolution de la consommation courante. Ce comportement anticyclique est un stabilisateur de la conjoncture.

29

Ce comportement s'est profondément altéré depuis le second choc pétrolier et l'accélération de la libéralisation financière. L'emballement puis la chute brutale de l'inflation, l'augmentation inexorable du chômage dans certains pays, l'ouverture du crédit aux ménages, la hausse des prix des actifs patrimoniaux ont modifié sensiblement l'évolution des taux d'épargne des ménages. La longue baisse des taux d'épargne de 1980 à 1988 a entraîné des lamentations éplorées<sup>17</sup>. Elle a fait place à une remontée pendant la récession entre 1990 et 1992, qui confère aux ménages un comportement procyclique (*tableau 7*). Bien entendu, l'Allemagne, qui avait connu une inflation beaucoup moins variable dans les années 70, et qui est restée à l'écart de la libéralisation financière, n'a pas enregistré ces anomalies. Le taux d'épargne est demeuré assez stable entre 1980 et 1988, il est monté avec le boom de l'unification et a baissé avec l'entrée en récession en 1992.

<sup>17</sup> Un bon exemple de l'opinion dominante se trouve dans le Rapport du groupe Allocation internationale de l'épargne, présidé par P. ARTUS, sous le titre «Épargner, investir, croître», CGP, juin 1991.

Tableau 7 : *Taux d'épargne des ménages*  
(moyenne annuelle en% du revenu disponible)

	1980	1984	1988	1990	1992
Etats-Unis	7,8	8,1	1,4	4,3	4,9
Royaume-Uni	13,2	10,9	5,7	8,2	11,6
Japon	17,9	16,1	14,5	14,3	15,1
Suède	5,0	1,4	-5,0	-1,2	5,2
France	17,7	14,6	11,1	12,2	12,5
Allemagne occidentale	14,3	12,9	14,0	15,0	13,8
Epargne brute pour la France et le Royaume-Uni Epargne nette pour les autres pays.					

Source : OCDE à partir de données nationales

30

L'ampleur des perturbations dans les taux d'épargne épouse assez bien celle des fluctuations dans les valeurs patrimoniales, elle-même liée à la brutalité des déréglementations financières. On trouve sans surprise le Royaume-Uni et la Suède parmi les pays qui ont connu les plus profondes variations du taux d'épargne. Ce sont aussi les pays à grande fragilité financière dans certains secteurs (immobilier au Royaume-Uni, banques en Suède) et à ajustement financier pénible avec des incidences récessives fortes sur l'économie réelle. Le Japon fait exception. Les comportements spéculatifs et les ajustements ultérieurs à l'effondrement des prix d'actifs ont surtout concerné les entreprises et les institutions financières. Le comportement des ménages demeure conservateur pour la grande majorité des salariés qui n'ont pas accès à la propriété des logements dans les grandes villes. L'endettement a certes progressé et les taux d'épargne ont eu l'évolution que l'on pouvait attendre du mouvement des prix d'actifs. Mais l'amplitude est demeurée limitée, eu égard à la variation extrême des prix boursiers et fonciers. Les ménages français ont particulièrement réagi au désencadrement du crédit, à la désinflation rapide et profonde, aux plus-values boursières. La baisse du taux d'épargne a été considérable jusqu'en 1988. Cependant, comme l'augmentation de l'endettement s'est produit à partir d'un niveau initial d'endettement peu important, le degré d'exposition aux dettes et les charges financières induites sont restés modérés en moyenne. La remontée du taux d'épargne dans la récession n'a donc pas été très importante. C'est aussi le cas aux Etats-Unis où, pourtant, les taux d'endettement des ménages sont plus élevés. La bonne

CRISES ET CYCLES FINANCIERS

tenue de la bourse et les rendements obligataires confortables ont permis de poursuivre l'acquisition d'actifs financiers en contrepartie des dettes, circonstance qui a allégé l'effort pour rembourser les dettes.

L'évolution du poids des charges financières donne une indication complémentaire intéressante sur les contraintes financières des ménages (tableau 8).

Tableau 8 : Paiements d'intérêts rapportés au revenu disponible des ménages (en %)

	1976	1980	1984	1990	1992
Etats-Unis	14,8	15,4	14,6	18,0	16,9
Royaume-Uni	4,0	6,0	6,9	12,1	11,7
Japon	3,5	4,1	4,6	5,2	5,2
Suède	7,5	10,9	11,2	16,0	-
France	-	4,0	4,4	5,7	6,0
(1) y. c. remboursement programmé du principal					
(2) chiffres de 1991					

Source : OCDE à partir de données nationales. Pour la France, comptes nationaux.

31

Le poids des charges financières confirme que l'endettement des ménages est beaucoup plus important dans les pays anglo-saxons et en Suède qu'il ne l'est en France et au Japon. Le premier groupe de pays a connu un ajustement financier plus énergique pour inverser le poids des charges financières, alors qu'il a continué à augmenter en France, mais à un niveau bien inférieur (la moitié de ce qu'il est au Royaume-Uni). Le tableau 2 nous indique, cependant, que le taux d'endettement des ménages, en moyenne, n'a fait que plafonner aux Etats-Unis et a continué à augmenter au Royaume-Uni en 1991. Comme les perspectives de valorisation des patrimoines ne peuvent plus envisager de retrouver un rythme voisin de celui des années 80, comme les anticipations d'inflation ont disparu, le rythme de progression du crédit aux ménages va continuer à être faible. Les taux d'endettement hérités des années 80, qui n'ont pas été significativement réduits malgré l'ajustement déjà réalisé, sont considérés par les ménages comme trop élevés dans les conditions macro-économiques censées perdurer. Tel est peut-être le sens du fléchissement des indicateurs de confiance dans l'avenir que les enquêtes auprès des ménages révèlent aux Etats-Unis, comme au Royaume-Uni ou en France. Il s'ensuit que le désendettement et la prudence dans les dépenses pourraient se prolon-

ger. Ce comportement ferait des ménages, pour les deux prochaines années, une entrave à la reprise d'une croissance comparable aux sorties des précédentes récessions.

Les particularités de l'ajustement financier des ménages peuvent être reliées aux orientations de la politique monétaire dans certains pays. La restructuration financière des ménages aux Etats-Unis peut être illustrée par l'évolution des postes significatifs de leurs bilans (*tableau 9*). On y observe l'accroissement très rapide du crédit dans la seconde moitié des années 80, à la fois pour acquérir des biens immobiliers et pour financer la consommation. Cet endettement a soutenu l'accumulation d'actifs financiers sous forme d'actions et de placements collectifs, mais aussi de dépôts, d'obligations et d'autres instruments négociables. La réduction de l'endettement nouveau a été très prononcée depuis 1990, allant jusqu'à des remboursements nets pour les crédits à la consommation. Cela a été accentué par le maintien du coût du crédit à un niveau très élevé (plus de 15 % pour les cartes de crédit), alors que le rendement des placements liquides baissait avec les taux du marché monétaire. Aussi les ménages ont-ils restructuré leur actif en augmentant fortement la part des actions et de l'épargne contractuelle, en substituant des obligations aux dépôts et aux titres à court terme<sup>18</sup>.

32

Tableau 9 : *Restructuration des comptes financiers des ménages*  
(variations d'actifs et de passif en mds de dollars)

	Moyenne 1980-84	Moyenne 1985-89	1990	Moyenne 1991-1992
Total des actifs financiers	299,2	435,9	398,5	414,3
dont dépôts et instruments des marchés du crédit	230,9	344,1	7,1	50,4
Crédit à la consommation	18,5	56,7	-6,5	-7,9
Crédit hypothécaire	80,9	206,0	137,1	144,1

Source : *Federal Reserve flow of funds accounts*

Au Royaume-Uni, la crise s'est concentrée sur le marché hypothécaire. La vague d'endettement de la seconde moitié des années 80 avait financé une accumulation spéculative d'actifs immobiliers. La baisse sévère du prix des logements en 1990 a coïncidé avec une politique monétaire très

<sup>18</sup> C.Steindl, *changes in the U.S cycle: Shifts in capital spending and balance sheet changes*, Federal Reserve Bank of NY Research Paper n° 9 224, december 1992.

restrictive qui a entraîné tous les taux d'intérêt vers le haut, étant donné la sensibilité très forte du coût des crédits aux taux d'intérêt à court terme dans la structure financière libéralisée au Royaume-Uni. Un million et demi de jeunes ménages, qui achetaient leur premier logement, se sont trouvés avec une dette hypothécaire à taux variables dont le coût croissait fortement, en même temps que la valeur de leur logement fondait. Cette dette est devenue supérieure à la valeur marchande de leur propriété. Face à une richesse négative, cette catégorie de ménages, qui est normalement celle des consommateurs les plus dynamiques, a fait des coupes sombres dans ses dépenses de consommation. Cependant la politique monétaire ultra-restrictive imposée par l'entrée dans le SME empêchait de réduire le poids des charges financières. La récession menaçait de se perpétuer dans l'impossibilité de déconnecter les taux d'intérêt monétaires anglais de ceux du SME. Aussi le choix de lever la contrainte de change en septembre 1992 a-t-il été un choix en faveur de la stabilité financière, au moins autant qu'un choix en faveur de la compétitivité.

Au Japon, la contrainte d'endettement sur les ménages ne s'exerce pas directement avec la même force. Mais la sévérité de l'ajustement financier des entreprises dans tous les secteurs a sensiblement freiné la progression des revenus réels. En outre, l'effort des entreprises pour réduire les coûts est tel que la sécurité de l'emploi est menacée dans les grandes entreprises. Il s'ensuit que, contrairement aux précédentes récessions, les salariés s'attendent à une progression sensiblement moindre de leur revenu permanent dans l'avenir. Cette anticipation pessimiste de la tendance de la croissance japonaise se traduit par une détérioration de la confiance des consommateurs et par un relèvement du taux d'épargne.

En France, le ratio de l'endettement total des ménages à leur revenu disponible a évolué par paliers. Au début des années 80 il oscillait autour du niveau moyen de 2,70. La levée de l'encadrement du crédit l'a fait sauter en un an sur le palier 3,10 où il est resté jusqu'à la fin de 1986. Puis est venue la grande vague d'expansion du crédit qui a fait culminer le ratio à 3,80 en 1989. Ce n'est qu'en 1991 qu'il a commencé à refluer lentement pour redescendre à 3,60 fin 1992. Néanmoins, comme l'a montré le tableau 8, l'augmentation des taux d'intérêt n'a pas permis de réduire le poids des charges financières. Celles-ci ont continué à augmenter par rapport au revenu disponible en pleine récession. Cela souligne évidemment le handicap dû à une politique monétaire contrainte d'être indûment restrictive pendant l'ajustement financier. Alors que la politique monétaire américaine a atténué la rigueur de l'ajustement, la politique monétaire du SME l'a aggravée au début des années 1990 sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt provoquée par le financement de la réunification allemande. Comme dans tous les pays à structure inversée de la courbe des taux, les

ménages ont tenté de s'y adapter en réduisant beaucoup plus à la marge leurs crédits à court terme que leurs crédits à long terme. En 1991 et 1992, le rythme de croissance des crédits à court terme est devenu fortement négatif, tandis que celui des crédits à long terme devenait stagnant.

### *III. LES INTERACTIONS DE LA FINANCE ET DE L'ÉCONOMIE: REAMENAGEMENTS BANCAIRES ET DÉFIS AUX AUTORITÉS*

On a mis en évidence jusqu'ici des influences macro-économiques du crédit à travers les comportements des emprunteurs. Mais on a vu que la relation de crédit dans des marchés incomplets entraînait aussi une interaction réciproque entre emprunteurs et prêteurs. Il doit donc y avoir des incidences de l'offre de crédit sur l'économie qui sont repérables empiriquement et qui font partie intégrante des cycles financiers.

34

Depuis quelques années, la question des effets macro-économiques du crédit a entraîné une double controverse. La première est la question du «credit crunch». Dans les relations dynamiques entre le crédit et les variables macro-économiques qui provoquent des effets récessifs, y a-t-il des effets identifiables et mesurables qui soient imputables à l'offre de crédit ? En quoi ces effets, s'ils existent, peuvent-ils être qualifiés de credit crunch ? La seconde est la pertinence ou non des interrelations entre le crédit et l'économie comme canal de transmission de la politique monétaire. De nombreux pays ont déjà fait l'expérience de l'inanité d'un monétarisme strict dans des systèmes financiers libéralisés. Parmi les grands pays, l'usage effectif des agrégats monétaires comme objectifs intermédiaires est tombé en désuétude partout sauf en Allemagne. Il n'empêche que la politique monétaire a besoin d'être guidée. Les décisions des banques centrales sont nécessairement discrétionnaires. Mais elles doivent s'inscrire dans des principes d'action clairs qui dépendent du point de vue des autorités sur les canaux de transmission. S'il existe des cycles financiers, si donc le crédit a d'importants effets réels, la simple incantation à la poursuite de la stabilité des prix ne saurait tenir lieu de principe d'action.

On examinera successivement ces deux questions. On analysera d'abord les problèmes rencontrés par les banques à la suite de l'intensification de la concurrence, du mouvement des prix des actifs, du renforcement des contraintes prudentielles. On s'interrogera sur le rôle propre des comportements bancaires dans les ajustements financiers à incidences récessives. Enfin on se préoccupera des problèmes posés par la conduite de la politique monétaire dans un environnement financier libéralisé. Largement débattus aux États-Unis, ces problèmes deviennent d'actualité en Europe avec le retour des changes flottants dans certains pays, avec l'assouplissement très important des contraintes de taux de change dans les autres.

*III. 1 Pression sur les banques et restriction de l'offre de crédit*

Nul ne conteste que la rentabilité des banques ait baissé à cause d'une concurrence plus aiguë et de la détérioration de la qualité de leurs créances. Le tableau 10 en donne une mesure moyenne et très imparfaite. Elle a l'avantage d'être comparative et sera affinée ci-dessous, lorsqu'on étudiera les réponses des banques à leurs contraintes de bilan dans les différents pays.

On n'est pas surpris d'observer que la chute de la rentabilité moyenne des banques a été la plus sévère dans les pays où la baisse des prix des actifs a été la plus profonde. En Suède, la baisse moyenne très forte est provoquée par des faillites de grandes banques. Au Royaume-Uni et au Japon, le fléchissement de la rentabilité en 1990-91 va du double au triple de ce qu'il est aux Etats-Unis, en France et en Allemagne. La résistance à la chute de la rentabilité aux États-Unis et son redressement spectaculaire en 1992 méritent un examen plus détaillé, parce qu'ils dissimulent des situations très disparates et parce que la politique monétaire très relâchée a délibérément joué un rôle implicite de prêteur en dernier ressort.

Tableau 10 : *Profits avant impôts des banques commerciales*  
(en % du total des actifs)

	Moyenne 1981-89	Moyenne 1990-91	1992
Etats-Unis	0,83	0,73	1,12
Royaume-Uni	0,83	0,56	0,29
Japon	0,62	0,40	0,22
Suède	0,52	0,11	-1,99
France	0,38	0,28	0,29
Allemagne	0,58	0,49	0,67

35

Source : comptes financiers de l'OCDE. Sources nationales pour 1992.

L'importance des provision pour pertes sur prêts est, sauf au Japon, un indicateur complémentaire de la dégradation de la qualité des créances bancaires. Ces provisions ont atteint 1,13% du montant total des actifs aux Etats-Unis en 1991. Le rétablissement partiel de la situation des banques se traduit par leur diminution à 0,97% en 1992. La crise bancaire suédoise fait monter les provisions à 3,20% des actifs en Suède pour 1992. Elles atteignent 1,50% au Royaume-Uni. La moindre gravité de la crise en France, malgré les difficultés rencontrées par plusieurs grandes banques, est confirmée par un taux de provisions de 0,73%. Au Japon, la réglementation prudentielle en vigueur autorise les banques à ne pas constituer de

provisions et à ne pas considérer des créances comme douteuses tant que le non paiement des intérêts n'a pas été avéré. Aussi, le taux ridicule des provisions (0,22 % en 1992) n'a-t-il aucune signification.

Tout le monde peut admettre que des changements aussi considérables de l'activité bancaire provoquent une restructuration de leurs bilans et que celle-ci affecte l'offre de crédit des banques. La controverse s'installe au sujet de l'effet macro-économique de cet ajustement. L'inflexion de l'offre de crédit bancaire a-t-il une incidence récessive propre, en sus de la baisse de la demande totale de crédit ? Cette incidence est-elle un ralentissement du crédit imputable à l'ajustement bancaire (*credit slowdown*) ou un étranglement du crédit (*credit crunch*) ? Cette distinction a-t-elle un sens ? Ces questions sont théoriques avant d'être factuelles.

a/ «*Credit slowdown*» ou «*credit crunch*» ?

Tout dépend de la définition du «credit crunch». Certains auteurs ont une définition étroite. Il y a «credit crunch» lorsque les emprunteurs de meilleure qualité ne trouvent pas à emprunter les montants qu'ils désirent, parce que les banques ne veulent pas ou ne peuvent pas prêter<sup>19</sup>. Elles ne veulent pas si elles perçoivent une augmentation générale du risque de crédit sans être capables de discriminer entre les emprunteurs; ce qui les conduit à préférer un rationnement quantitatif du crédit plutôt qu'une augmentation des taux d'intérêt débiteurs. Elles ne peuvent pas si la perception de leurs propres difficultés par la communauté financière et par le public des épargnants les empêche de lever tous les fonds nécessaires pour nourrir la demande de crédit qui s'adresse à elles. Cette définition s'applique tout à fait au retournement du cycle dans un système dual, comme l'était le système financier américain jusqu'au milieu des années 70<sup>20</sup>. A cause de la régulation Q, les banques voyaient fuir leurs dépôts lorsque les taux du marché monétaire passaient au-dessus des taux créditeurs plafond. Cette désintermédiation privait les banques des ressources nécessaires pour suivre une demande de crédit qui s'emballait. Comme de nombreux emprunteurs privés n'avaient pas de substitut au crédit bancaire et comme le papier commercial était garanti par des lignes de crédit, la limitation de l'offre de crédit mordait directement sur la demande privée.

19 Ce fut la position de la Banque d'Angleterre dans son communiqué au Treasury and Civil Service Committee le 7 mars 1991, communiqué publié par le Comité le 25 Avril suivant dans son rapport sur le budget 1991.

20 Voir A. Wojnilower, *the central role of credit crunch in recent financial history*, Brookings Papers on economic activity, n° 2, 1980, pp. 227-339.



Mais la libéralisation financière a supprimé ces segmentations réglementaires. Si «credit crunch» il y a, il ne peut provenir que d'un accroissement du risque de crédit suffisamment étendu pour ne pas pouvoir être compensé par des sources alternatives de financement; c'est un accroissement du risque de système. Cette augmentation brutale du risque peut découler d'une détérioration des conditions économiques sur des entreprises ou des ménages très endettés. Elle peut aussi résulter de la perception par les banques d'une sous-évaluation des risques sur leurs créances passées dans le climat optimiste des années précédentes. Contrairement aux cas de rigidités institutionnelles qui permettent de distinguer simplement les effets d'offre et de demande, l'accroissement du risque de système est un processus endogène où les deux côtés du crédit interagissent étroitement. Les banques disposent de multiples moyens de diminuer la fragilité financière de leurs bilans. Aussi la distinction entre «credit crunch» et «credit slowdown» est-elle plus une question de degré que de nature. L'important est surtout de repérer les multiples répercussions du comportement bancaire.

Lorsque les prix des actifs patrimoniaux se retournent brutalement après une vague spéculative, les pertes en capital affectent à la fois les emprunteurs et les prêteurs. Ceux qui ont emprunté pour acquérir ces actifs (crédit de spéculation) ou qui ont emprunté parce que leur consommation excède leur revenu (crédit de substitution) en utilisant un élément de patrimoine comme collatéral, subissent une diminution de leur richesse nette qui peut même devenir négative. Ceux qui ont fait les prêts enregistrent une détérioration de la qualité de leur portefeuille de créances. L'offre et la demande de crédit nouveau sont affectées simultanément par la réaction des agents qui veulent réduire leur exposition au risque. S'ils cherchent à vendre des actifs pour améliorer leur liquidité, ils ne font qu'entretenir la chute des prix et propager la fragilité financière. Réduire le levier de l'endettement, consolider les dettes existantes et accroître les positions liquides en contractant les nouveaux crédits sont des ajustements indispensables. Aussi la montée du risque dans la phase où le crédit devient plus spéculatif que productif, la persistance du risque de système à cause des effets externes provoqués par les agents qui cherchent individuellement à diminuer la fragilité de leurs bilans, sont les ingrédients des cycles financiers qui peuvent être émaillés de crises. Le passage d'un ralentissement à un étranglement du crédit dépend de l'amplitude et de la durée de la phase spéculative, donc de l'ampleur de la dérive des prix des actifs qui va entraîner les moins-values futures. Il dépend aussi de l'importance de l'effet de levier d'endettement recherché par les emprunteurs, lorsqu'ils anticipent des gains en capital, et de la sollicitude des autorités monétaires aux besoins de liquidité des agents qui cherchent à restructurer

leurs bilans. Plus la qualité des créances passées est dégradée, plus les besoins de liquidité non satisfaits sont aigus, plus les marchés du crédit deviennent imparfaits<sup>21</sup>.

La fragilité financière a donc une incidence macro-économique parce que ce n'est pas simplement une redistribution de la richesse. La diminution de qualité des dettes existantes rend les créanciers et les débiteurs plus vulnérables aux fluctuations des prix d'actifs et des taux d'intérêt. Les obligations des débiteurs dépendent de la valeur nominale originale de leurs dettes, pas de la valeur dépréciée par le risque de défaut. La baisse de la valeur de leur dette ne peut pas améliorer leur situation. Mais cette baisse réduit la richesse nette des créanciers au fur et à mesure que la probabilité de défaut des emprunteurs s'accroît. Il s'ensuit qu'une baisse des prix d'actifs n'a pas les effets symétriques d'une hausse. Celle-ci redistribue la richesse en faveur des emprunteurs, parce que les gains en capital sont supérieurs au coût du crédit. Celle-là accroît la probabilité de défaut sur l'encours des emprunts passés. Comme les banques sont à la fois des prêteurs et des emprunteurs à effet de levier élevé, une baisse sévère de leur richesse nette les empêche de fournir de nouveaux crédits et peut-être de renouveler les anciens.

38

*b/ L'ajustement bancaire dans le cycle financier des années 1990.*

La place des banques dans les systèmes financiers libéralisés pose un double problème. Le premier est transitoire et concerne l'ampleur, les modalités et les effets économiques de la réaction des banques à la baisse de leur rentabilité et à la dégradation de la qualité de leurs bilans. Le second est plus structurel et concerne les comportements permanents que l'on peut attendre des banques dans un environnement financier à la fois plus concurrentiel et plus incertain que celui des systèmes administrés qui ont financé la grande croissance en son temps. Dans une étude sur les cycles financiers, c'est le premier problème qui nous intéresse surtout. Mais les particularités du cycle actuel se trouvent dans l'imbrication des ajustements conjoncturels et des changements structurels. Il est donc impossible d'ignorer le second problème

La déréglementation a abaissé les barrières à la concurrence et libéré les taux d'intérêt des placements qui sont concurrents des ressources bancaires. Les fonds de placements collectifs ont capté une part grandissante de l'épargne des ménages. Les billets de trésorerie (*commercial paper*) émis et détenus par les entreprises ont entamé le fonds de commerce traditionnel des banques: les prêts à court terme aux entreprises pour financer le

<sup>21</sup> C'est le point de vue de B. Friedman l'un des meilleurs analystes du crédit. B. Friedman, *Financial roadblocks on the route to economic prosperity*, *Challenge*, mars-avril 1992, pp 25-34.

capital circulant et les dépôts des entreprises en garantie des lignes de crédit qui leur étaient allouées. La moindre dépendance des agents économiques vis à vis des banques pour obtenir la liquidité a diminué la prime de liquidité dont bénéficiaient auparavant les banques<sup>22</sup>. Pour contrecarrer l'érosion de leurs marges d'intérêts et maintenir leurs volumes d'activité, les banques ont dû rechercher des clientèles plus risquées, qui ne leur étaient pas familières jusque là. Les risques de crédit et les coûts des ressources ont donc augmenté de concert. Ces risques de crédit ont été en partie liés aux prix des actifs patrimoniaux, puisque les nouvelles clientèles ont été souvent des agents demandant les crédits avec des actifs patrimoniaux en garantie. En outre, les taux directeurs des prêts à court terme aux entreprises sont devenus des taux d'intérêt indexés sur les taux du marché monétaire. Les ressources liquides des banques sont elles-mêmes devenues sensibles à des taux de marché, alors que leurs prêts de soutien au papier commercial doivent l'être également pour être compétitifs. Ainsi la marchandisation des bilans bancaires les rend sensibles à un risque de taux, donc réticentes à jouer le rôle d'intermédiaires financiers qui transforment les risques, rôle qui est leur raison d'être. En cherchant à se couvrir contre les risques de taux, les banques le transmettent à leurs emprunteurs.

Cette caractéristique est inhérente à la libéralisation financière; elle n'est pas le fruit d'événements exceptionnels. Il s'y est toutefois ajouté l'inexpérience dans le redéploiement des crédits et surtout l'action à contretemps des autorités de tutelle. On aurait pu raisonnablement espérer que la mise en place d'une réglementation prudentielle, imposant une contrainte de capital, aurait eu lieu avant le boom spéculatif sur les actifs patrimoniaux, pour l'entraver ou tout au moins l'amortir en réduisant le levier procuré par les banques. Pour jouer un rôle anticyclique, la norme de capitalisation doit inciter les banques à constituer des fonds propres abondants dans la phase expansive du cycle de crédit et à utiliser une partie de leurs profits mis en réserve pour amortir la contraction du crédit dans la phase récessive. Or les autorités monétaires des pays du G10 ont fait exactement le contraire. Elles ont laissé avec complaisance les banques financer la spéculation en augmentant le poids de leur passif soumis à des taux de marché. Puis elles ont imposé une norme de capitalisation au moment où les marchés d'actifs patrimoniaux plongeaient, entraînant une montée des créances insolubles. La réglementation prudentielle à contretemps a

22 L'affaiblissement de la position privilégiée des banques en tant que fournisseur de liquidité grâce à leur accès direct à la banque centrale a été souligné par des économistes du Fonds Monétaire. S. Weisbrod, H. Lee, I. Rojas-Suarez, *Bank risk and the declining franchise value of the banking systems in the U.S and in Japan*, IMF Working Paper, n° 45, juin 1992.

donc été procyclique dans tous les cas où elle a été efficace, c'est à dire où elle a effectivement mordu<sup>23</sup>.

### *Les banques américaines*

Les banques américaines ont connu des difficultés dès 1987. Mais l'ajustement des banques à la montée des créances douteuses a commencé au milieu de 1989, soit un an avant le pic du cycle économique. Ce décalage dans la restriction de l'offre de crédit bancaire sur le dynamisme de la demande de crédit des agents non financiers a été un argument important en faveur de l'existence d'un «credit crunch». La restructuration des bilans bancaires a duré deux ans et demi dans des conditions difficiles. Leur situation financière s'est nettement améliorée en 1992 pour devenir confortable en 1993. Pourtant l'encours total des crédits bancaires à l'économie a continué à se contracter, avec une baisse de 0,7 % entre mars 1992 et mars 1993.

Plusieurs indicateurs révèlent un durcissement des conditions du crédit qui ont accompagné la contraction des volumes au cours de l'ajustement entrepris par les banques américaines. Les écarts de taux d'intérêt (spreads) entre les prêts bancaires et les coûts des fonds empruntés par les banques se sont élargis au fur et à mesure que les taux monétaires baissaient dans la récession. Les conditions du crédit sont donc demeurées chères au fur et à mesure de l'élargissement des spreads qui a culminé au cours de l'année 1991, aussi bien pour les entreprises que pour les ménages. C'est un indicateur d'un ralentissement de l'offre de crédit provoqué par le comportement bancaire. Si, en effet, la phase récessive du crédit avait été entièrement due à une faible demande provenant d'un retournement cyclique dont les causes auraient été réelles, les spreads auraient été procycliques comme on le constate toujours dans des récessions de ce type. Ils se seraient élargis dans la phase terminale de l'expansion, lorsque la demande de crédit est vive; ils auraient diminué dans la récession, lorsque les banques auraient cherché à conserver leurs clientèles en présence d'une faible demande. L'existence d'un effet d'offre sur le crédit bancaire a d'ailleurs été confirmé par les enquêtes sur la disponibilité du crédit et le durcissement des conditions du crédit autres que les prix. L'information fournie par les banques sur le durcissement de leurs conditions témoigne de leur appréciation de risques de crédit plus élevés. Ces conditions plus strictes ont persisté jusqu'au début de 1992.

23 B. Bernanke et C. Lown, «The credit crunch», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1992, n° 2, pp 205-39. Et en plus polémique: R. Breedon et W. Isaac, «Thank Basel for credit crunch», *Wall Street Journal*, 4 novembre 1992.

A côté de l'action directe des banques sur les paramètres du crédit au secteur privé, le changement dans la composition des bilans a été un aspect essentiel de l'ajustement. Il fait apparaître l'aide de la politique monétaire à l'assainissement financier aux Etats-Unis. L'amélioration de la structure des bilans provient de la réduction des provisions pour créances douteuses et de l'augmentation des marges d'intérêts. Les provisions pour pertes éventuelles sur les prêts, évaluées sur un trimestre, avaient culminé à 10,6 milliards de dollars au quatrième trimestre 1991. Elles ont été réduites à 4,7 milliards au premier trimestre 1993. Les marges d'intérêts ont augmenté sous l'effet du redressement de la courbe des taux et de l'élargissement des spreads sur le crédit au secteur privé. La recomposition de l'actif a réduit le risque global du bilan. De mars 1992 à mars 1993, l'actif des banques en titres d'Etat de plus d'un an s'est accru de 8,2 % pendant que l'encours de crédit net des provisions baissait de 0,6 %. Aussi, comme l'a montré le tableau 7, le redressement de la rentabilité des banques américaines a-t-il été spectaculaire. Mais la politique monétaire, se substituant à l'assistance financière en dernier ressort en a été la raison essentielle. Rien ne dit que les banques aient été capables d'améliorer leur capacité à maîtriser les risques pour affronter un nouveau cycle financier avec plus de succès

#### *Les banques japonaises*

41

Les problèmes rencontrés par les banques japonaises ont apparu plus récemment sur le devant de la scène. Le rapport entre la fragilité financière des banques et la fluctuation des prix des actifs patrimoniaux est étroit. Pendant la hausse spéculative des prix boursiers, les banques japonaises ont accumulé des réserves cachées sur leurs placements en actions qui ont culminé en 1989. La baisse de 60% de l'indice boursier jusqu'en août 1992 a fait fondre ces réserves au point que la contrainte de capitalisation était sur le point de devenir effective. Le sauvetage de la bourse par le plan gouvernemental, joint à l'émission de dettes subordonnées au passif, à la forte contraction des dépôts interbancaires à l'étranger et des crédits au Japon à l'actif, ont permis de respecter la contrainte du ratio de Bâle.

La chute des prix des propriétés immobilières a eu surtout une incidence sur la qualité des créances bancaires. L'évaluation des créances douteuses est hasardeuse au Japon parce qu'elle est obérée par l'opacité des règles comptables. Selon la définition restreinte qu'en donne le Ministère des Finances ou une définition plus proche des conventions occidentales qui guide les évaluations privées, on peut obtenir des montants qui varient presque du simple au double. Selon la méthode d'enregistrement, les prêts non performants étaient compris entre 3,2 et 4,6 % du

total de l'encours des prêts en septembre 1992, moins que le ratio de 5 % pour les banques américaines à la mi-1991. Mais la plus grande partie des prêts non performants au Japon est concentrée, directement ou indirectement, dans le secteur immobilier (plus de 30 % des prêts consentis à ce secteur entre la fin de 1985 et la fin de 1989).

Le sauvetage gouvernemental en août 1992, pour sauvegarder la sécurité du système financier, fut dirigé vers la remontée des cours boursiers et le traitement des créances douteuses. Le gouvernement permit de déduire plus libéralement des impôts les provisions pour pertes. Il favorisa l'acquisition des actifs fonciers et les prêts aux PME par les institutions financières publiques. Il encouragea la création d'une société coopérative pour le rachat des prêts douteux et collatéralisés par des propriétés immobilières aux banques et organismes non bancaires membres de cette coopérative. Celle-ci, en achetant les prêts à des valeurs diminuées, permet aux intermédiaires d'enregistrer leurs pertes et de les amortir plus vite en bénéficiant d'une déduction fiscale totale.

Cependant la consolidation financière des banques dépend de leurs profits. A la fin des années 80 la marge nette d'intérêts s'était réduite sous la pression de la concurrence pour les dépôts dont les taux avaient été réglementés et d'une politique monétaire devenue plus restrictive. Les banques avaient pu recouper cet amoindrissement grâce aux plus-values réalisées sur les titres. Au moment du pic de la bourse en 1989, 67% des profits bancaires provenaient des plus-values sur titres. Ces évolutions s'inversèrent en 1990-91 avec la baisse de la bourse et le relâchement de la politique monétaire.

Ainsi les banques sont-elles incitées à se concentrer de nouveau sur ce qui est leur métier de base: faire des prêts et recevoir des dépôts. Mais elles doivent le faire dans des conditions bien différentes de l'époque où le système financier était administré. Car la poursuite de la libéralisation des taux d'intérêt va concerner l'ensemble des ressources des banques. Les marges n'étant plus garanties, la recherche de la qualité des actifs doit passer avant celle de la quantité. C'est une révolution dans le comportement des banques japonaises. L'application de critères de marges unitaires ajustées du risque va avoir de lourdes conséquences sur la sélection des emprunteurs. Cette recherche d'une plus grande robustesse des crédits dans un environnement incertain n'ira pas sans spécialisation et concentration. N'étant pas entravées par des législations archaïques, les grandes banques japonaises pourront, mieux que les banques américaines, absorber des petites banques, fermer des succursales, rechercher des synergies avec des non-banques. C'est un remodelage en profondeur des groupes financiers qui est en cours avec la consolidation des banques. A partir de la situation assainie et d'un système bancaire réduit en taille, un nouveau

régime de l'offre de crédit pourra s'établir. Il sera fondé sur des marges unitaires plus élevées, une croissance ralentie des volumes, un coût des ressources et des crédits sensiblement accru.

### *Les banques suédoises*

La Suède fournit un exemple concentré du cocktail explosif formé par le changement des structures financières, le cycle des prix d'actifs et des politiques gouvernementales qui ont délibérément encouragé l'instabilité. L'aveuglement idéologique de la libéralisation sauvage y a atteint un degré insurpassable. Il a entraîné la crise de système généralisée.

En Suède, la réglementation du crédit fut brutalement abolie en 1985. Le système financier suédois est très concentré et organisé en groupes financiers qui associent des banques, des sociétés financières non bancaires (*finance companies*) et des organismes de crédit hypothécaire. Internalisant l'effet de levier, ces groupes accroissent énormément le risque de crédit, élèvent au maximum l'aléa moral et présentent des situations financières opaques aux superviseurs. Lorsque la croissance des prêts hypothécaires, consentis par les banques sous l'hypothèse que les prix immobiliers allaient monter indéfiniment, dépassèrent les limites fixées dans le total de leurs avoirs, elles se mirent à refinancer les crédits de leurs sociétés financières<sup>24</sup>. Ainsi, le démantèlement de la réglementation des activités financières sans mise en place d'un contrôle prudentiel sérieux a-t-il aisément permis aux banques de contourner les obstacles qui pouvaient encore subsister.

Après la déréglementation, les banques modifièrent radicalement la composition de leurs actifs. La part des titres d'Etat à intérêt fixe dans le total de leur bilan passa de 25 % en 1983 à 11 % en 1992, celle des prêts au secteur du privé de 46 à 60 %. Cela entraîna un transfert massif de risque de taux vers le risque de crédit, d'autant que les crédits furent concentrés sur le secteur immobilier. Le destin des groupes bancaires fut totalement asservi à la spéculation immobilière, donc aux fluctuations des prix des actifs patrimoniaux. L'inflation des prix des actifs fut le sous-produit direct de la libéralisation financière. Elle fut activement encouragée par le gouvernement, par un système fiscal qui favorisait l'endettement et par des taux d'intérêt réels négatifs. La disparition des contraintes réglementaires nourrit le bourgeonnement des sociétés financières dont les prêts augmentèrent au rythme annuel moyen de 23 % entre 1980 et 1988. La concurrence exacerbée des groupes financiers pour les parts de marché entraîna une réduction des marges d'intérêts et une augmentation rapide

<sup>24</sup> B. Dalheim, G Lind, A.K.Nedersjö, *Bank results in Sweden and other Nordic countries*, *Bank of Sweden Quarterly Review*, 1992, n° 2, pp 21-30.

des risques de crédit. Une structure de financement instable se développa qui fait de la Suède (et des autres pays scandinaves) un cas d'école pour la théorie des crises financières de Fisher et Minsky. En effet, en même temps que les prêts gagnaient plus de 10% du total des bilans des banques, les dépôts diminuèrent du même pourcentage. Les banques avaient donc perdu tout contrôle sur leur situation financière. Leur solvabilité dépendait entièrement des prix immobiliers et des taux d'intérêt du marché monétaire qui déterminaient le coût marginal de leurs ressources.

Le pic des valeurs immobilières, à l'unisson du retournement de la spéculation mondiale, se produisit en 1989. La crise fut immédiate et fulgurante, affectant d'abord les sociétés financières, puis se transmettant aux banques (tableau 11).

Tableau 11 : *Pertes sur les prêts des institutions de crédit suédoises*  
(en milliards de couronnes)

	1990	1991	1992
Banques	10,8	35,8	70,1
Sociétés Financières	6,3	9,9	6,5
Organismes de crédit hypothécaire	0,3	2,4	6,9
TOTAL	17,4	48,1	83,5

Source : Sveriges Riksbank

Le total des pertes des groupes financiers, de l'éclatement de la crise en 1990 jusqu'à la fin de 1992, a atteint 8 % du PIB annuel. L'assistance financière de l'Etat en dernier ressort avait déjà atteint 5 % du PIB à la fin 1992.

La crise éclata dès le renversement des variables sensibles. Inquiet de la transmission retardée de l'inflation au prix des biens et services et soucieux de lier le taux de change à l'écu en vue de l'adhésion future de la Suède au SME, le gouvernement durcit la politique monétaire. En même temps, une réforme fiscale fut introduite pour limiter la déductibilité des paiements d'intérêts. La spéculation fut cassée et l'insolvabilité des prêts apparut très vite. Les banques durent faire des provisions énormes sur leurs prêts non performants. La situation s'aggrava sensiblement à l'automne 1991. L'effondrement du secteur immobilier entraîna une récession sévère qui déclencha des faillites dans le reste de l'économie, aggravant encore les pertes des banques. En 1991 et 1992 le total de ces pertes dépassa largement les profits courants, entraînant la faillite d'un grand groupe bancaire. La capitalisation des autres banques ne put respecter le ratio Cooke que grâce à des injections massives de capital par l'Etat.



En septembre 1992, le gouvernement dut déclencher un plan d'ensemble pour sauvegarder le système financier, d'autant que la crise de change avait amené les taux d'intérêt courts à des niveaux assassins. Une loi fut votée par le Parlement en décembre qui garantit inconditionnellement les obligations des institutions de crédit. Une nouvelle agence d'Etat (Bank Support Authority) fut créée pour gérer l'assistance financière. L'objectif est de renforcer la capitalisation des banques et d'obtenir une réduction rapide des spreads sur le crédit pour éviter de prolonger trop longtemps la récession. Cette action de grande envergure a donné des premiers résultats encourageants. L'injection massive d'argent public a redonné confiance à certains investisseurs; ce qui a permis à des grandes banques d'émettre des actions nouvelles pour reconstituer leurs fonds propres. Le changement de politique monétaire a permis aussi une baisse des taux d'intérêt à court terme aidant les banques à améliorer leurs marges. Cependant la crise est loin d'être terminée. Un plus grand nombre de prêts hypothécaires et de crédits aux PME menace de faire défaut. Cela va forcer les banques à constituer de nouvelles provisions et détériorer leurs profits. Aussi une reprise de l'offre de crédit ne paraît-elle pas d'actualité.

*Les banques françaises*

Les difficultés des banques françaises sont de même nature que celles des banques suédoises ou anglaises. C'est l'intensité des problèmes qui est bien moins grande. Mais on trouve au cœur de la fragilisation des situations financières un défaut de maîtrise du risque de crédit. Au cœur de la détérioration de la qualité des crédits se trouve la crise immobilière. Il s'y ajoute les effets de la récession et des taux d'intérêt élevés sur les agents qui s'étaient fortement endettés dans les années 80, c'est à dire les ménages pour le crédit à la consommation et les PME dans les secteurs particulièrement affectés par la contraction de leurs débouchés (tableau 12).

45

Tableau 12 : *Evolution de certaines catégories de crédits bancaires*  
(variations annuelles en %)

	1989	1990	1991	1992
Crédits à la consommation	16,2	4,8	10,1	0,7
Crédits à l'équipement	-	12,1	8,2	5,1
Crédit-bail	20,7	- 1,1	4,8	0,7
Comptes ordinaires débiteurs	25,0	18,3	5,0	6,0

Source : Commission Bancaire : rapports annuels

Le ralentissement des crédits bancaires reflète en grande partie les ajustements des agents non financiers étudiés plus haut. La diminution de l'endettement à court terme à des taux d'intérêt prohibitifs et le besoin d'améliorer les positions de trésorerie ont entraîné un violent ralentissement du crédit en comptes courants. La chute de l'investissement a entraîné la diminution ou l'arrêt complet de la croissance des financements par crédit d'équipement et crédit-bail. L'insolvabilité d'un nombre croissant de ménages surendettés a provoqué un ajustement à la fois des emprunteurs et des banques, ces dernières devenant plus sensibles au risque de ce type de crédit.

La crise immobilière a eu une grande ampleur. Pour l'ensemble de la France les mises en chantier ont diminué de 9 % en 1990, 2 % en 1991 et encore 5 % en 1992, malgré un rétablissement fugitif au premier trimestre. Cette évolution globale dissimule un véritable effondrement en Ile de France où les transactions sur logements neufs ont chuté de 40% en 1991. Comme cette région représente à elle seule 20% du total des transactions de logements neufs en France, son incidence sur le marché du logement est décisive. L'immobilier ancien n'a pas été épargné. Selon la Chambre des notaires, les transactions dans l'ancien à Paris ont diminué de 15 % en 1990 et 28 % en 1991. Les volumes se sont repliés d'autant plus devant la baisse des revenus des ménages et la cherté du crédit que l'ajustement des prix à la baisse a été tardif, surtout pour le logement neuf.

46

Devant la crise de la demande solvable de logements, les banques ont très fortement diminué les crédits. La contraction des flux a été de 12 % pour l'ensemble des crédits immobiliers distribués aux ménages et de 15 % pour les crédits au secteur libre en 1991. En encours, la crise s'est traduite par un coup de frein prononcé. Alors que la croissance des crédits à l'habitat était sur un rythme de 12 % de la mi-89 à la mi-90, la décélération a été continue, pour aboutir à un rythme annuel à peine supérieur à 3% à la mi-92. Etant très engagées dans le secteur immobilier, les banques ont dû s'adapter à la très forte baisse de la demande solvable. Les garanties immobilières baissant de valeur et les coûts du financement des crédits pour les banques montant, celles-ci ont dû se préoccuper de la sélection des risques. Le renchérissement du crédit, incorporant des risques accrus, contribue lui-même à désolvabiliser des couches supplémentaires de ménages.

L'extension de la crise du crédit immobilier à l'ensemble de l'économie s'est traduite par la montée de la valeur des créances douteuses. Selon la Commission Bancaire, la part des créances douteuses dans le total des crédits distribués par les banques AFB est passée de 2,3 % en 1989 à 3,8 % en 1992. La part de ces créances dans les fonds propres s'est élevée de 25 à 34 % entre les mêmes années.

Pour lutter contre l'érosion de leur rentabilité, due à l'augmentation de leurs provisions pour pertes sur les créances douteuses, les banques françaises ont, comme dans les autres pays étudiés, restructuré les bilans. Le tableau 13 donne quelques indications sur l'évolution des principaux postes à l'actif et au passif du bilan des banques.

Tableau 13 : Principaux emplois et ressources des banques AFB

POSTES AU BILAN	Structure en % du total de l'actif			Variation en %	
	1990	1991	1992	91/90	92/91
<i>Actif</i>					
Interbancaire	40,8	36,6	36,7	- 8,4	12,1
Crédits à la clientèle	36,9	38,0	35,2	5,0	3,5
Titres	8,6	10,1	11,4	19,9	26,6
Participations et prêts participatifs	2,5	3,2	3,5	31,2	22,8
Divers	9,3	10,0	11,6	10,2	29,7
<i>Passif</i>					
Interbancaire	43,6	38,3	37,1	- 10,5	8,5
Dépôts	21,0	21,9	20,4	6,5	4,0
Titres	20,4	20,6	21,4	3,0	16,1
Dettes subordonnées	0	1,9	2,0	-	18,3
Capital et report à nouveau	2,9	3,0	3,1	3,0	18,4
Divers	9,6	11,8	13,6	26,0	29,1

47

Source : Commission Bancaire, rapports annuels

A l'actif, le ralentissement de la progression des crédits sous l'effet de la contraction de la demande et de la dégradation de leur qualité a entraîné une restructuration des avoirs. Les banques ont développé les opérations sur titres, les participations et les opérations diverses qui diminuent le niveau de risque pondéré dans le calcul du ratio de capitalisation. Au passif, les émissions de titres, d'actions nouvelles et de dettes subordonnées compensent le ralentissement de la formation des dépôts et renforcent les fonds propres.

### III.2. Libéralisation financière et interrogations sur le comportement des autorités monétaires

La politique monétaire des pays occidentaux a tiré les leçons de la grande vague d'inflation des années 70. Elle a adopté un savoir commun sur ses finalités, sinon sur ses méthodes. Sa mission est la stabilité des prix, parce que la monnaie apporte à l'économie un avantage collectif qui est l'ancrage nominal. Dans des systèmes financiers administrés on sait précisément ce que la stabilité des prix signifie. Les conditions du crédit étant

réglementées et les marchés des titres étant subordonnés dans le financement de l'économie, les déséquilibres qui proviennent de la dynamique du crédit se révèlent par des tensions sur les marchés des biens et services. Lorsque les intentions de dépenses des agents économiques stimulées par le crédit tendent à dépasser les capacités de l'offre, le déséquilibre s'exprime par l'inflation des prix des biens et services et par la baisse des taux d'intérêt réels, tant que les taux d'intérêt nominaux sont rigides. Les tensions inflationnistes sur certains marchés sensibles sont des indicateurs avancés pour la politique monétaire. Elles signalent le besoin de l'infléchir pour atteindre une évolution des prix qui soit comprise dans une certaine plage d'objectif. Certaines autorités monétaires préfèrent définir cet objectif directement, d'autres passer par l'intermédiaire d'agrégats monétaires, d'autres encore s'en remettre à la contrainte de taux de change fixes. Il ne fait pas de doute en tous cas que la stabilité des prix des biens et services résume la régulation monétaire d'une économie à finance administrée.

48

La présente étude, à la suite de nombreux travaux théoriques et empiriques, montre que la sagesse de ce savoir commun est profondément altérée dans des systèmes financiers libéralisés. Certes l'ancrage nominal doit rester la finalité de la politique monétaire. Mais comment doit-il être défini ? Les autorités monétaires doivent-elles continuer à porter une attention exclusive aux prix des biens et services ? Peut-on conserver inchangées les méthodes opératoires de la politique monétaire, alors que les interactions de la finance et de l'économie se sont grandement complexifiées ? Est-il raisonnable d'affirmer que la politique monétaire et le contrôle prudentiel sont indépendants, lorsque la variation du risque de crédit est un déterminant des ajustements financiers qui modèlent la conjoncture macro-économique ? Il serait dangereux d'éluder ces questions, donc de ne pas tirer les leçons de l'instabilité financière des années 80. Alors que les débats sont intenses aux États-Unis, on ne comprendrait pas le silence en France, au moment où l'élargissement démesuré des marges de fluctuation des taux de change incite à redéfinir les objectifs de la politique monétaire. On n'aura certes pas cette ambition ici. On se contentera de tirer les leçons de l'observation du cycle financier et de les mettre dans la perspective historique d'autres époques où la finance était globale et libérale.

L'expérience des années 80 et son prolongement présent ont réactualisé un enseignement fondamental de Keynes. Dans les systèmes financiers libéralisés, le mouvement spéculatif des prix des actifs patrimoniaux dirige les dynamiques économiques. Ce mouvement est en phase avec le volume du crédit et il influence étroitement la qualité du crédit. Il s'ensuit que les prix des biens et services sont des variables retardées par rapport au cycle des prix d'actifs et du crédit. Un endettement excessif, en ce sens

qu'il est motivé par le financement de hausses non soutenables à long terme des prix des actifs patrimoniaux, peut se développer avant que des tensions ne se manifestent sur les marchés des biens et services. Ces tensions peuvent aussi ne pas se voir sur les agrégats monétaires, à cause des substitutions entre les dépôts bancaires et les placements de marché. Dans ces conditions, la non prise en compte des prix des actifs dans le niveau général des prix sous-estime l'inflation dans la phase expansive du crédit et la déflation dans la phase récessive. La première conclusion est donc de construire, en tant qu'indicateur de la politique monétaire dans les pays à finance libéralisée, un indice mensuel des prix des actifs patrimoniaux et éventuellement un indice du niveau général des prix qui combine ces actifs avec les biens et services.

Si ce premier pas est accompli, on devra se demander comment doit être définie la stabilité des prix. Si l'on cherche une rigidité d'un sous-ensemble des prix, l'agrégat des biens et services, on a toutes les chances d'encourager une volatilité exacerbée de l'autre composante du véritable niveau général des prix. Au lieu de résumer la régulation monétaire, comme elle le faisait en finance administrée, la règle de stabilité des prix des biens et services année après année peut renforcer l'amplitude du cycle en finance libéralisée.

La référence à l'histoire monétaire peut aider à formuler une définition correcte de la stabilité des prix. Car les systèmes financiers des pays occidentaux étaient libéralisés dans les années de l'étalon-or, c'est à dire *grosso modo* dans les trente-cinq années qui ont précédé la première guerre mondiale. La première constatation est que ces économies étaient cycliques. Il n'existe aucune possibilité de supprimer les cycles lorsque les marchés d'actifs peuvent se développer librement. Les fluctuations s'étendaient aux prix des biens et services. Les variations à court terme de ces prix étaient en phase avec celles de l'activité économique. La stabilité des prix des biens et services, en l'espèce une lente déflation, était une réalité tendancielle. Lorsque les acteurs de la vie économique ont assimilé les mécanismes d'une économie cyclique, ils ne considèrent pas une hausse conjoncturelle des prix comme de l'inflation. Ils anticipent, en effet, qu'une baisse ultérieure aura lieu parce que l'ajustement financier lui-même contraint l'économie à cette baisse. Il s'ensuit que l'ancrage nominal doit se définir par la stabilité tendancielle des prix.

Pour que la politique monétaire soit opérationnelle avec une définition de la stabilité des prix qui est une norme tendancielle, il faut qu'il existe une représentation du jugement collectif des marchés financiers qui puisse servir d'objectif intermédiaire de la politique monétaire. Cette variable existe : c'est le taux d'intérêt à long terme. L'histoire longue indique, en effet, que les taux nominaux à long terme sont les variables dont l'évolu-

tion est la plus régulière et la volatilité la plus faible<sup>25</sup>. Cette stabilité des taux à long terme est avérée si la politique monétaire est continuellement tournée vers la stabilité tendancielle des prix dans un ensemble de pays financièrement intégrés.

Dans les conditions actuelles où les ajustements financiers ne sont pas terminés, la diminution prudente des taux d'intérêt nominaux à long terme paraît être l'objectif de la politique monétaire le plus pertinent en Europe. Pour la France, cet objectif serait compatible avec une inflation tendancielle très faible et une diminution des taux d'intérêt réels. Cette évolution va marquer la décennie, car tous les comportements publics et privés vont dans le sens d'une réduction de l'endettement, des taux d'investissement durablement bas par rapport à la référence des années 60, une remontée des taux d'épargne<sup>26</sup>. Pour éviter d'étouffer une croissance qui promet de n'être pas très vigoureuse, les autorités monétaires devraient se laisser guider par la baisse des taux nominaux à long terme. Encore faut-il être attentif à l'indication des prix d'actifs dont il faut éviter un nouvel emballement<sup>27</sup>. Fixer un objectif tendanciel sur les taux longs doit s'accompagner d'une vigilance vis à vis des indicateurs avancés du cycle du crédit pour désamorcer l'influence du crédit sur les flambées spéculatives et contrôler le risque de système. C'est le domaine où la politique monétaire, les règles prudentielles et la supervision des établissements de crédit et des intermédiaires de marché doivent être étroitement complémentaires.

25 M. Aglietta, V. Coudert, B. Mojon, *Déflation financière: les leçons de l'histoire*, La Lettre du CEPIL, n° 111 mars 1993.

26 R. Dornbusch, *the staying power of low interest rates*, International Business Week 16 août 1993.

27 Ainsi l'évolution récente des bourses, notamment en France, est plutôt suspecte. Un indice boursier qui dépasse vingt fois les revenus est sans doute déjà au delà des possibilités de croissance des profits des entreprises françaises. Le même phénomène s'observe aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. La hausse de 25 % des bourses à Paris, à Francfort et à Tokyo depuis le début de 1993 met les prix à des niveaux relativement aux revenus qui indiquent une surévaluation selon les comparaisons historiques. Certes la baisse tendancielle des taux d'intérêt à long terme explique une bonne partie de la hausse des bourses. Mais la baisse des taux longs résulte de l'abondance de l'épargne et de la faiblesse de l'investissement. Ce n'est pas un signe de dynamisme économique.