

AMPLIFICATION DE LA RÉCESSION PAR LES COMPORTEMENTS DES ENTREPRISES ET TAUX D'INTÉRÊT RÉELS

LE CAS DE LA FRANCE 1990-1993

PATRICK ARTUS*

Depuis plusieurs années, de nombreux travaux ont montré que les mécanismes financiers pouvaient amplifier les cycles économiques, et non les réduire comme dans les modèles néo-keynésiens usuels. Les idées sont assez naturelles : dans les récessions, le risque de faillite s'accroît et si le marché du crédit se trouve dans une situation d'équilibre avec rationnement, ce dernier est accru (BLINDER [1987], MANKIW [1986], BERNANKE [1993], GREENWALD-STIGLITZ [1989], BERNANKE-GERTLER [1989]).

207

S'il n'y a pas rationnement, le taux d'intérêt d'équilibre augmente, et le crédit distribué recule en raison de la faiblesse de l'offre de crédit. CALOMIRIS et Hubbard (1989) montrent d'ailleurs que lorsqu'il y a récession (recul de la valeur des entreprises) les grandes entreprises supportent plutôt une hausse du taux d'intérêt, les petites un rationnement accru.

Notons aussi que le rationnement du crédit peut provenir de l'asymétrie d'information quant aux risques micro-économiques (le caractère aléatoire des projets d'investissement, comme dans le modèle de base de STIGLITZ et WEISS [1981]), mais aussi quant aux risques macroéconomiques (des chocs exogènes imprévue, comme chez Guttentag-Herring [1984]).

D'autres auteurs ont aussi évoqué la possibilité que durant une récession l'information sur le degré de risque des emprunteurs devient plus difficile à obtenir. On perd alors le bénéfice de la relation de long terme emprunteur-prêteur qui permet de limiter le rationnement du crédit (GERTLER [1988], JAFFEE, STIGLITZ [1990]).

Cette thèse suppose d'ailleurs que d'autres sources de financement

* *Chef du Service des études économiques et financières, Caisse des dépôts et consignations.*

alternatives (actions, papier commercial...) ne sont pas disponibles. Dans le cas des actions, une explication avancée tient à l'asymétrie d'information sur les profits futurs des entreprises ; quand une entreprise émet des actions, le public pense qu'elle le fait parce que le cours d'émission est plus élevé que la valeur intrinsèque des actions. L'émission est alors un signal de faible rentabilité anticipée, d'où son peu d'attrait pour les entreprises.

Si on croit, comme d'ailleurs dans la théorie de la hiérarchie de financement exposée plus loin, que, à cause de l'asymétrie d'information entre les dirigeants des entreprises et les épargnants, l'émission d'actions n'est pas souhaitée, on rejette bien sûr la thèse selon laquelle les entreprises manquent d'accès au marché des actions. Va en sens inverse bien sûr le risque de faillite évoqué ci-dessus qui décroît avec la taille des fonds propres.

Le rationnement du crédit peut aussi être amplifié en raison de la baisse de la valeur des actifs des entreprises dans les récessions, donc de la réduction des garanties hypothécaires qu'elles peuvent apporter (CALOMIRIS-HUBBARD [1990] ; GALE [1989]). ces premières explications correspondent à une situation où le recul des dépenses des entreprises provient du comportement des intermédiaires financiers, puisque c'est l'offre de crédit qui est réduite.

208 D'autres explications font appel au comportement de demande de crédit ou d'investissement des entreprises elles-mêmes.

Le recul de la valeur de marché des entreprises dans une récession (baisse du q de Tobin) est naturellement un facteur de moindre investissement pour de nombreuses raisons : moindre profitabilité, probabilité de faillite accrue. (BERNANKE-GERTLER [1990] ; GREENWALD-STIGLITZ [1993]). La moindre profitabilité peut réduire le lever optimal, donc le montant des ressources que les entreprises souhaitent consacrer à l'investissement (BRADLEY-JARREL-KOM [1984] montrent que le levier optimal dépend des taux de profitabilité, du risque, de la fiscalité...) ; la récession peut donc faire apparaître brutalement comme excessif l'endettement antérieurement accumulé par les entreprises (BERNANKE-CAMPBELL [1988]) et pousser à des mesures correctrices.

La réduction des dépenses peut aussi être liée à l'insuffisance de l'autofinancement ce qui se vérifie empiriquement (FAZZARI-HUBBARD-PETERSEN [1988]).

La contrainte d'autofinancement est naturelle dans la théorie de la hiérarchie de financement. A cause des asymétries d'information, du rôle de signal du mode de financement des entreprises, celles-ci ont un ordre de préférence : l'autofinancement est préféré à la dette qui est elle-même préférée aux actions (MYERS-MAJLUF [1984], WITTED [1992]). l'observation montre d'ailleurs que, contrairement à une idée parfois admise,

l'autofinancement représente une part considérable en moyenne du financement net (net des placements financiers) des entreprises (de 1970 à 1989, 81 % en Allemagne, 69 % au Japon, 97 % au Royaume-Uni, 91 % aux Etats-Unis ; CORBETT-JENKINSON [1994]). Dans cette théorie de la hiérarchie de financement, il n'y a plus de levier optimal : l'entreprise utilise en priorité son autofinancement, puis le crédit... ; s'il y a moins d'autofinancement la « qualité » des ressources financières se dégrade et il y a moins d'investissement.

Notre thèse

Nous allons développer une idée qui s'apparente à celle utilisée dans les travaux sur le levier optimal. Pour nous l'origine du cycle est bien dans le comportement de demande de crédit des entreprises. Normalement, les entreprises aimeraient lisser le cycle, c'est-à-dire accepter de s'endetter plus pour éviter de réduire leurs programmes d'investissements de licencier... Leur capacité à le faire est limitée par l'impossibilité de s'endetter au point qui rend l'entreprise ultérieurement insolvable en raison de la divergence dynamique de la dette. Le risque de divergence dépend naturellement crucialement du niveau des taux d'intérêt réels.

Dans la période récente, les taux d'intérêt réels très élevés ont conduit les entreprises à rejeter le lissage de la récession par un surcroît temporaire d'endettement.

209

Nous allons illustrer notre thèse dans le cas de la récession qui a frappé la France de 1990 à 1993. Nous donnons en annexe une modélisation théorique simplement de l'interprétation que nous défendons des comportements dans le dernier cycle. Nous résumons dans le texte les enseignements de ce modèle théorique.

1 — L'examen des faits

1.1 — Le rôle dominant des dépenses des entreprises dans le dernier cycle

La récession française de 1991-1993 a été particulièrement longue et prononcée, puisque la progression du PIB a été de 0,8 % en 1991, 1,2 % en 1992, - 0,9 % en 1993, probablement 1,5 % en 1994 alors que dans le passé les reculs d'activités étaient plus brefs et moins violents (après le second choc pétrolier par exemple, le PIB croît de 3,2 % en 1979 ; 1,6 % en 1980 ; 1,2 % en 1981 et 2,5 % en 1982).

Il est intéressant d'examiner les contributions des différents postes de demande (consommation, exportations nettes, investissement des entreprises, achats des logements, stocks) à la croissance du PIB depuis 1970 (sur données trimestrielles) ¹.

¹ Ces indications descriptives sont partiellement reprises de Artus-Wind (1994).

La consommation des ménages est, depuis 19879, moins corrélée au cycle que dans le passé. On voit par exemple qu'en 1973/74 puis en 82-83-84 elle explique l'essentiel du recul de l'activité. Ce n'est pas aussi clairement le cas dans le passage de la période de forte croissance de 87 à 89 la récession de 90-93

On a avancé, il est vrai, qu'en raison de l'évolution des revenus, le taux d'épargne des ménages aurait dû baisser après 1990 et qu'il ne l'a pas fait. Le taux d'épargne chute beaucoup de 1979 à 1983, après le 2^e choc pétrolier et le choc lié à la hausse des coûts, et que ce n'est pas le cas après 1990. Le ralentissement des revenus réels à partir de 1991 entraîne un ralentissement plus fort encore de la consommation et le taux d'épargne monte (au profit exclusif de l'épargne financière). Ceci, comme nous verrons plus loin, ne remet pas en cause le diagnostic quant au rôle majeur de l'investissement dans la récession récente. Il est toutefois vrai qu'avec un taux d'épargne stable la croissance aurait été plus forte de 0,5 point par an environ depuis 1991.

Tableau 1
Eléments du compte des ménages (% par an et %)

	1989	1990	1991	1992	1993
Pouvoir d'achat des revenus disponibles	3,9	3,7	2,1	2,2	0,9
Consommation (volume)	3,1	2,9	1,3	1,3	0,7
Taux d'épargne	11,7	12,4	13,1	13,9	14,1
Taux d'épargne financière	1,9	2,8	4,4	5,2	6,0

Les exportations nettes (des importations) jouent dans la période récente un rôle contracyclique, puisqu'elles progressent régulièrement depuis 1986 avec l'amélioration de la compétitivité. Elles n'ont donc pas de rôle dans le recul de l'activité.

La contribution de l'investissement des ménages en logements est faible et un peu fluctuante. Les variations de stocks contribuent fortement négativement à la croissance depuis 1990 (pour - 0,2 % à - 0,3 % chaque trimestre) de façon continue mais pas brutale comme à la fin de 1974 ou au début de 1981.

L'évolution de l'investissement des entreprises, enfin, joue un rôle majeur dans la période récente. Sa contribution est très positive de 1985 à

1989 (jusqu'à + 0,3 % par trimestre), négative à partir de 1990 (jusqu'à - 0,3 % par trimestre).

On voit ainsi que les dépenses des entreprises provoquent une large part du recul de l'activité du début des années 90. La situation était-elle différente dans le passé .

Après le premier choc pétrolier, l'investissement plonge à la fin 73 et les stocks à la mi 74, alors que la consommation des ménages contribue au ralentissement depuis le milieu de 1973. Après le second choc pétrolier, la consommation freine depuis le début de 1979, l'investissement à la mi 80, et les stocks à la fin de 80.

La récession de 82-83 est visiblement largement liée au recul de la consommation. Dans le dernier cycle, la consommation est faible à la fin de 1990 alors que l'investissement est en recul depuis la fin de 1989. On peut sérieusement défendre l'idée selon laquelle cette récession est la première où la consommation n'a pas joué un rôle moteur pour déclencher le recul de l'activité. Ceci correspond d'ailleurs à l'évolution observée des termes de l'échange. En 1973-74, puis en 1979, ils se détériorent et la perte induite de pouvoir d'achat contribue à freiner la consommation privée.

Prenons, pour finir de défendre cette idée, l'année la plus mauvaise, 1993. Le PIB décroît de 0,9 %, de la consommation privée croît de 0,7 % (contribution + 0,4 %), l'investissement des entreprises décroît de 8,5 % (contribution - 1 %), la contribution des variations de stocks est de - 1,3 %, celle du commerce extérieur net de + 1,1 %. C'est vraiment le recul de la dépense des entreprises qui est l'événement dominant.

211

On peut quantifier le rôle des dépenses des entreprises en calculant les corrélations entre les taux de croissance des diverses variables (tableau 2 ci-après). On voit que la corrélation PIB-investissement productif (en taux de croissance ou en glissement) est sensiblement plus forte sur la période 1988-93 que sur toutes les périodes précédentes, à l'exception de la période 1970-75 avec le recul de l'activité du premier choc pétrolier.

Il est vrai que l'observation des autres corrélations donne un message moins clair. Sur données trimestrielles, la corrélation PIB-consommation est effectivement faible sur la période récente mais ce n'est pas le cas en glissement annuel. Cette même remarque est valable pour la corrélation consommation-investissement ; à l'inverse, sur données trimestrielles, la corrélation investissement-stocks est faible dans la période récente et est forte en glissements annuels. Il apparaît finalement que le commerce extérieur est négativement corrélé à tous les postes de la demande, mais spécialement aux variations de stocks ce qui reflète probablement leur très fort contenu en importations.

Il apparaît donc un point assez clair qui est le rôle très important de

l'investissement des entreprises dans l'explication des fluctuations réelles de la période récente. Ceci confirme notre idée d'un rôle accru pour le comportement des entreprises dans cette récession par rapport aux précédentes.

Tableau 2
Corrélations entre variables (données trimestrielles) (2)

1. Taux de croissance trimestriels	1970-1993	1970-1975	1976-1981	1982-1987	1988-1993
PIB - Consommation	0,51	0,40	0,60	0,58	0,41
PIB - Investissement productif	0,70	0,77	0,47	0,73	0,84
PIB - Commerce extérieur net	-0,25	-0,50	-0,16	-0,11	-0,14
PIB - Variations de stocks	0,48	0,63	0,51	0,57	0,34
Consommation - Investissement	0,41	0,48	0,05	0,65	0,36
Consommation - Com. extérieur	-0,24	-0,36	-0,20	-0,31	-0,10
Consommation - Stocks	-0,14	-0,24	0,07	0,02	-0,41
Investissement - Com. extérieur	-0,41	-0,71	-0,07	-0,47	-0,12
Investissement - Stocks	0,34	0,51	0,18	0,36	0,20
Stocks - Commerce extérieur	-0,70	-0,63	-0,68	-0,78	-0,79
2. Glissements annuels ²					
PIB - Consommation	0,67	0,49	0,69	0,84	0,85
PIB - Investissement productif	0,79	0,93	0,42	0,68	0,96
PIB - Commerce extérieur net	-0,45	-0,81	-0,48	-0,67	-0,39
PIB - Variations de stocks	0,58	0,75	0,74	0,65	0,74
Consommation - Investissement	0,57	0,66	0,28	0,70	0,84
Consommation - Com. extérieur	-0,52	-0,66	-0,50	-0,80	-0,53
Consommation - Stocks	0,18	-0,10	0,34	0,56	0,60
Investissement - Com. extérieur	-0,67	-0,85	-0,77	-0,80	-0,54
Investissement - Stocks	0,51	0,58	0,56	0,39	0,75
Stocks - Commerce extérieur	-0,70	-0,62	-0,74	-0,78	-0,72

212

1.2 Peu de dégradation des comptes des entreprises

Cec apparaît quand on examine l'évolution des rapports des salaires versés par les entreprises à la valeur ajoutée et de l'excédent d'exploitation (EBE) à la valeur ajoutée. Avec le premier choc pétrolier, la part de l'EBE baisse de 4 points, de 31 à 27 % ; avec le second, et avec les hausses de salaire qui l'ont suivi de 3 points, de 27 à 24 %. La période d'ajustement de l'économie française, de 1983 à 1989 le ramène à 33 %, la crise récente ne le fait retomber que d'un point. Il y a donc une très forte résistance de la profitabilité à la récession au début des années 90.

2 Pour les variations de stocks : variations de la variation rapportée au PIB.

Cette résistance s'explique. De 1990 à 1993, la baisse de l'emploi a été beaucoup plus forte, comparée à l'évolution de la croissance que dans le passé. On voit que la baisse de l'emploi s'amorce dès le début du retournement de l'activité (1989), sans le décalage souvent vu dans le passé et est très profonde (jusqu'à -0,7 % en rythme trimestriel).

Par ailleurs, alors que dans les récessions passées la croissance (alors inerte) des salaires réels dépassait largement celle de la productivité (en 1974-75, puis 1980-82), il y a de 1990 à 1993 similitude entre les deux taux de croissance.

Les entreprises ont donc ajusté rapidement l'emploi et n'ont pas laissé déformer le partage de la valeur ajoutée.

Par ailleurs, comme on l'a vu plus haut, l'investissement (et les stocks) ont été considérablement réduits. Le taux d'investissement se situe à un niveau historiquement bas, et de ce fait, avec une profitabilité maintenue, le taux d'autofinancement monte considérablement, jusqu'à 110 %. Il y a donc réduction de la dette nette des entreprises.

Cette réduction n'empêche pas une hausse du ratio des intérêts versés à l'épargne brute (de 21 à 28 %) ou à la valeur ajoutée (de 7 à 9 %). En effet, sur la même période les taux d'intérêt réels, tant à court qu'à long termes, atteignent des niveaux extrêmes : 7 à 8 %. Sans l'effort d'allègement de la dette, l'explosion des frais financiers était inévitable.

213

1.3 Comportement des entreprises et taux d'intérêt

Nous arrivons donc à l'idée selon laquelle l'effort de stabilisation des profits et le recul des dépenses d'investissement avaient pour objet d'éviter la croissance explosive de la dette dans une période de taux d'intérêt réels très élevés. Ceci expliquerait les différences entre cette récession et les précédentes, puisque, de 1972 à 1979, les taux d'intérêt réels ont été faibles et même négatifs.

Cette thèse expliquant la chute de la demande de crédit s'oppose naturellement à celle selon laquelle c'est l'offre de crédit bancaire qui a été diminuée par les banques en raison de la récession, imposant le recul du crédit et la réaction des entreprises. Effectivement, la profitabilité des banques, qui était restée relativement stable durant les années 80, s'est effondrée en 1992. Cet effondrement résulte largement de la hausse des provisions, qui représentent 6 % des produits financiers en 1991 et 8,5 % en 1992.

Nous pensons cependant que cette hausse des provisions est une conséquence de la récession, de la hausse des défaillances, et de la crise immobilière et non une cause initiale de la récession : ultérieurement (en 1994 et au-delà) la mauvaise santé des banques pourra éventuellement handicaper les possibilités de reprise. Il est clair qu'aujourd'hui les ban-

ques sont plus restrictives pour distribuer du crédit aux petites entreprises et cherchent à compenser les pertes réalisées sur l'immobilier en s'assurant des marges bénéficiaires sur d'autres activités. Ce n'était pas le cas au début de la récession (de 1990 à 1992).

Nous ne prétendons pas que la récession de 90 à 93 n'a pas aussi été marquée par les mécanismes usuels par exemple : interaction multiplicateur-accélérateur, avec chute de l'emploi et des revenus, baisse de la demande et de ce fait réduction de l'investissement... Nous pensons qu'elle diffère cependant des récessions précédentes ou au moins au début de la période de recul de l'activité, par les facteurs évoqués ci-dessus : taux réels élevés et réaction défensive forte des entreprises.

Ceci peut être illustré par les résultats de l'enquête portant sur les facteurs qui influencent l'investissement (voir tableau 3 ci-après)

En 1990, le rôle des profits devient moins positif, mais dès 1991, ils sont jugés avoir une influence très favorable sur l'investissement, preuve du succès de la politique de réduction des coûts et des dépenses. La demande (intérieure ou extérieure) joue un rôle très négatif en 1993 et 1994, mais pas avant. On peut d'ailleurs noter que depuis deux ans ce sont les grandes entreprises et pas les petites qui sont très pessimistes en ce qui concerne les débouchés.

214

Le niveau de l'endettement ou de l'autofinancement a un rôle moins négatif (toujours en ce qui concerne les décisions d'investissement) en fin de récession (92 à 94) qu'en début de récession (89 à 91). Enfin les taux d'intérêt sont jugés comme extrêmement défavorables en 90-91, moins en 92, plus du tout après.

Il nous semble que ces observations tirées de l'enquête sur l'investissement sont bien compatibles avec notre thèse : les taux d'intérêt élevés font juger l'endettement trop lourd au début de la récession, puis ceci se corrige avec les politiques mises en place par les entreprises. C'est alors l'insuffisance de demande qui prend une place importante, ce qui n'était pas le cas initialement.

2 - La théorie justifie-t-elle ce comportement ?

Pour examiner ce point, nous nous référons à un modèle théorique où les entreprises sont en situation de concurrence monopolistique, et se partagent une demande globale qui est exogène en valeur, par exemple au travers du contrôle de l'offre de monnaie par les autorités.

Elles subissent un coût d'ajustement (à la hausse) du capital, que nous supposons fort, et un coût de désajustement de l'offre et de la demande de biens, ce qui permet de faire fluctuer le taux d'utilisation des capacités. Lorsque la demande en volume est forte, le taux d'utilisation optimal des

Tableau 3
Facteurs influençant l'investissement

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Profits escomptés</i>						
Ensemble	69	53	84	80	75	78
Petites entreprises ³	58	53	74	63	74	72
Grandes entreprises ⁴	69	49	88	86	75	80
<i>Perspectives pour</i>						
<i>la demande intérieure</i>						
Ensemble	63	44	39	38	17	19
Petites	51	45	57	28	44	55
Grandes	66	39	31	41	0	-2
<i>Perspectives pour</i>						
<i>la demande extérieure</i>						
Ensemble	58	37	44	38	28	29
Petites	31	22	46	30	34	30
Grandes	68	37	43	39	26	28
<i>Niveau de l'endettement</i>						
Ensemble	-32	-32	-30	-18	-22	-26
Petites	-35	-27	-26	-23	-2	0
Grandes	-34	-33	-39	-20	-36	-44
<i>Autofinancement</i>						
Ensemble	nd	nd	-9	14	0	-7
Petites	nd	nd	0	-6	16	20
Grandes	nd	nd	-24	6	-10	-25
<i>Niveau de taux d'intérêt</i>						
Ensemble	-19	-31	-30	-21	3	4
Petites	-22	-32	-36	-24	9	8
Grandes	-15	-31	-28	-21	-10	1
<i>Conditions de financement</i>						
Ensemble	nd	nd	-12	-10	-7	-5
Petites	nd	nd	-22	-12	14	15
Grandes	nd	nd	-10	-6	-19	-16

215

Source : enquête de l'INSEE sur l'investissement
Soldes des réponses (rôle stimulant-rôle limitatif), %

³ Moins de 100 salariés.

⁴ Plus de 500 salariés

capacités augmente, ce qui est naturel, et résulte de ce qu'il est alors optimal de subir un coût de désajustement offre-demande plus élevé pour pouvoir satisfaire la demande (la plus forte utilisation des capacités de production à un coût).

Une récession est représentée par une chute de la demande en valeur. Lorsqu'il y a un coût d'ajustement fort (à la hausse) du capital, les entreprises ne réduisent pas leur capital en volume pour ne pas avoir à l'augmenter (et subir le coût d'ajustement) à la reprise de l'activité après la récession. Ceci représente bien l'idée selon laquelle les entreprises souhaitent ne pas modifier leurs programmes d'investissement devant une récession en raison des coûts que cette modification implique.

Cependant, dans ce cas, la récession peut entraîner le niveau de dette au-dessus du niveau compatible avec la solvabilité de long terme (c'est-à-dire au-dessus de la somme actualisée des profits futurs). En effet, la faiblesse de la demande réduit les profits et l'investissement en volume reste élevé ; il faut cependant noter que le prix d'équilibre chute ; le capital étant fort, l'offre de biens est elle-même forte et il faut donc stimuler la demande de biens. Chaque entreprise essaie de le faire en baissant son propre prix, et à l'équilibre le prix agrégé est réduit. La valeur de l'investissement n'est donc pas modifiée, mais il subsiste l'augmentation de la dette due à la chute des profits.

216

Notons de plus que dans le modèle théorique que nous développons, l'ajustement des prix est instantané. S'il y avait rigidité des prix, l'accumulation de dette à court terme lorsque le capital en volume est maintenu inchangé serait encore plus forte.

Si les entreprises butent contre la contrainte de solvabilité, une solution logique pour elles est de réduire à court terme le capital en volume. En raison du coût d'ajustement à la hausse du capital, ceci implique qu'il ne pourra plus être augmenté après la récession. Les entreprises concernées ont donc durablement un capital réduit.

A court terme, la baisse de l'investissement limite l'endettement et restaure la solvabilité, même si ce mouvement est partiellement compensé par la hausse de prix qui résulte de la réduction du stock de capital. A nouveau, cette compensation disparaîtrait si on supposait une rigidité de court terme des prix.

A long terme (après la récession), l'effet sur la dynamique de la dette de cette stratégie de réduction (permanente en raison des coûts d'ajustement) du capital est ambigu. D'une part, il y a moins de capital à remplacer, ce qui est favorable. Mais d'autre part, de ce fait, le prix d'équilibre est plus élevé, ce qui accroît le coût de remplacement du capital. Enfin, la demande du volume est plus faible, puisque le prix est plus élevé, et le taux d'utilisation optimal des capacités est réduit, ce qui pousse aussi à la hausse des prix, facteur de réduction de la demande en volume.

Il faut rappeler ici que puisque la demande en valeur est par hypothèse contrôlée, l'excédent d'exploitation (production en valeur diminuée de la masse salariale qui lui est proportionnelle) ne dépend pas de la décision d'accumulation de capital. La dynamique dette n'a de lien avec le capital que par le coût de l'investissement et par l'effet du niveau de capital sur le prix d'équilibre. Ceci est raisonnable à long terme : il y a neutralité, et les mouvements de la production en volume sont compensés par ceux des prix, laissant les profits (en valeur) inchangés.

Quel est finalement l'effet sur l'économie de la politique restrictive que les entreprises peuvent être amenées à mener à court terme ?

Si on croit qu'il y a effectivement une forte inertie du stock de capital (que nous représentons dans notre modèle théorique par le coût d'ajustement à la hausse du capital), le fait que les entreprises soient obligées de comprimer à court terme leurs dépenses d'investissement pour rester solvables a un fort effet rémanent de long terme puisque le stock de capital ne peut pas être corrigé sans fort coût à la hausse. On obtient alors une situation de faible capacité de production à long terme, facteur de hausse de prix et de faible activité.

L'effet de la hausse des taux d'intérêt dans ce contexte est clair. Elle rend active la contrainte de solvabilité (qui indique que la dette courante doit être inférieure aux profits futurs actualisés), déclenche la réduction défensive du stock de capital, et, s'il y a effectivement irréversibilité d'un stock de capital plus faible, laisse l'économie durablement sous capitalisée.

On peut aussi pour la question de l'efficacité de la politique de réduction de la dette, de manière équivalente du vrai caractère intertemporel du critère de solvabilité. Effectivement, réduire l'investissement limite effectivement l'endettement à court terme dans une période de récession, mais si on croit à l'irréversibilité (du moins partielle) de cette chute du capital installé, cette décision conduit à un stock de capital sous-optimal, insuffisant, et peut-être réducteur des profits à long terme. Il n'est pas totalement sûr que la contrainte intertemporelle de solvabilité soit effectivement desserrée.

Il est d'ailleurs possible que la contrainte ne soit pas intertemporelle et soit plutôt statique (la valeur nette de liquidation de l'entreprise doit couvrir sa dette courante). Il s'agit plus alors d'une contrainte de liquidité qui est aussi desserrée par la réduction de l'investissement. De plus, quand elles réduisent leur capital, les entreprises peuvent ne pas prendre en compte les effets négatifs de moyen-terme de cette décision.

Quels en sont pour finir les effets macroéconomiques ?

A court terme, pendant la récession, la chute du capital renforce la chute de l'activité (que ce soit par un effet keynésien ou comme dans notre modèle théorique par la hausse du prix d'équilibre).

A moyen terme, elle provoque une réduction permanente de l'activité et de l'emploi, une tension continue sur les prix, si effectivement il n'y a pas rattrapage du stock de capital (ce qui est dû dans notre modèle à l'existence d'un coût d'ajustement du capital). On peut de plus craindre que le gain réalisé pendant la récession sur l'accumulation de dette ne soit ultérieurement compromis par un équilibre économique durablement défavorable.

Conclusion

Nous voyons qu'effectivement, même si d'autres mécanismes plus traditionnels ont joué, le niveau élevé des taux d'intérêt a conduit à une amplification de la récession, les entreprises ayant réduit leurs dépenses pour maintenir leur solvabilité intertemporelle.

Nous croyons aussi que cette décision peut avoir un effet rémanent fort, la reconstitution du stock de capital étant difficile. Il y aurait durablement moins de capacités de production et moins d'emploi. Il est même possible que l'amélioration de la solvabilité ne soit qu'illusoire si la réduction de moyen terme des profits l'emporte finalement sur la réduction de court terme des dépenses.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- P. Artus, M. Kaabi (1994) « Comment limiter les méfaits des marchés internes du travail » *Revue économique*, mai, pp. 369-384.
- P. Artus, R. Wind (1994) « Le cycle de 1990-1994 en France a-t-il des caractéristiques particulières ? » Document d'étude, n° 1994-04/E, Caisse des dépôts, mai.
- N.S. Bernanke (1993) « Non Monetary effects of the financial crises in the propagation of the great depression » *American Economic Review*, june, pp. 257-276.
- B.S. Bernanke, M. Gertler (1989) « Agency net worth and business fluctuations » *American Economic Review* Vol. 79, march, pp. 14-31
- B.S. Bernanke, M. Gertler (1990) « Financial fragility and economic performance » *Quarterly Journal of Economics*, february, pp. 87-114.
- B.S. Bernanke, J.Y. Campbell (1988) « Is there a corporate debt crises ? » Brookings papers on Economic-Activity, 1, pp. 83-125.
- O.J. Blanchard, L.H. Summers (1986) « Fiscal increasing return, hysteresis, real wages and unemployment » NBER working paper n° 2034, octobre.
- A. Blinder (1987) « Credit rationing and effective supply failures » *Economic journal*, 97, june, pp. 327-352.
- M. Bradley, G.A. Jarrel, E.H. Kim (1984) « On the existence of an optimal capital structure : theory and evidence » *Journal of Finance*, 39, pp. 857-878.
- P. Cahuc, A. Zylberberg « Niveau de négociations salariales et performances macro-économiques » *Annales d'économie et de Statistique*, juillet-sept., pp. 1-12.
- C.W. Calomiris, R.G. Hubbard (1989) « Price flexibility, credit-availability and economic fluctuations : evidence from the United States » *Quarterly Journal of economics*, Vol. 104, pp. 429-452.
- C.W. Calomiris, R.G. Hubbard (1990) « Firm heterogeneity, internal finance and credit rationing » *Economic journal*, 100, march, pp. 90-104.
- J. Corbett, T. Jenkinson (1994) « The financing of industry 1970-89 : An international comparison » CEPR Discussion Paper n° 948, May.
- S.M. Fazzari, R.G. Hubbard, B.C. Petersen (1998) « Financing constraints and corporate investment » Brookings Papers on Economic Activity, 1, pp. 141-195.
- W.G. Gale (1989) « Collateral, Rationing and Government intervention in Credit markets » NBER working paper, n° 3024, July.
- M. Gertler (1988) « Financial Structure and aggregate Economic activity : an overview » *Journal of Money credit and banking*, Vol. 20, n° 3, pp. 559-588.
- B.C. Greenwald, J.E. Stiglitz (1989) « Financial Market Imperfections and productivity growth » NBER Working Paper 2945, avril.
- B.C. Greenwald, J.E. Stiglitz (1993) « Financial Market Imperfections and Business Cycles » *Quarterly Journal of Economics*, février, pp. 77-114.
- J. Guttentag, R. Herring (1984) « Credit Rationing and financial disorder » the *Journal of Finance*, Vol. 39, n° 5, décembre, pp. 1359-1382.
- O. Hart (1982) « A model of imperfect competition with keynesian features » *Quarterly Journal of Economics*, 97, pp. 109-138.

- D. Jaffee, J.E. Stiglitz (1990) • Credit Rationning • Handbook of Monetary Economics, Vol. II, B.M. Friedman et F. Hahn, eds, chap. 16.
- N.G. Mankiw (1986) • The allocation of credit and financial collapse • *Quarterly Journal of Economics*, 101, août, pp. 455-470.
- S.C. Myers, N. Majluf (1984) • Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have • *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- J.E. Stiglitz, A. Weiss (1981) • Credit rationing in markets with imperfect information • *American Economic Review*, Vol. 71, n° 3, june, pp. 393-410.
- M.L. Weitzman (1985) • The simple macroeconomics of profit sharing • *American Economic Review*, 75, december, pp. 938-951.
- T. Whited (1992) • Debt, liquidity constraints and corporate investment : evidence from panel data • *Journal of Finance*, 47, pp. 1425-1460.