

EDITORIAL

LE RETOUR DE L'ENDETTEMENT

YVES ULLMO ET PHILIPPE WAHL*

Le projet de loi à l'étude sur le surendettement des ménages, les déclarations de certains dirigeants sur leurs choix en matière de financement, ont remis l'endettement, voire le surendettement à l'ordre du jour.

Dans un texte introductif à visée générale, Gérard Maarek rappelle les différentes fonctions de l'endettement : multiplicateur du financement, par l'anticipation des revenus qu'il permet ; multiplicateur de la rentabilité, par l'effet de levier, et par la même, accélérateur de la croissance ; plus généralement pari sur l'avenir.

Le cycle financier peut être schématisé par une alternance entre le *credit crunch*¹ et la bulle de crédit. La crise financière, qui se déclenche par le surendettement se transmet à la sphère réelle par la baisse du prix des actifs réels, qu'ils soient d'occasion (stocks des différentes formes de capitaux) ou neufs (rentabilité anticipée de l'investissement) et, en économie ouverte, par l'appréciation du change.

Le surendettement est une notion relative puisqu'elle dépend de l'écart critique existant entre taux d'intérêt réel et taux de croissance des revenus ; elle renvoie à la dynamique de la dette, que celle ci soit publique ou privée : à quelles conditions, dans quelles circonstances le processus d'endettement d'une entité devient-il cumulatif ? En période de déflation ou de désinflation, les taux d'intérêt réels deviennent très supérieurs au taux de croissance, ce qui induit des charges de remboursement toujours plus lourdes par rapport à l'évolution des revenus. Dans ces conditions, l'effort de désendettement des acteurs accentue la dépression. A l'inverse, si les taux réels sont inférieurs au taux de croissance, ces derniers ont tout intérêt à s'endetter.

La dynamique de la dette s'applique en toute évidence à la dette publique d'état, où l'effet « boule de neige » suppose la stabilité du taux des prélèvements fiscaux et parafiscaux par rapport au PIB, ou en tout

* Respectivement Conseiller maître à la Cour des Comptes et Directeur général adjoint -
Compagnie bancaire

cas sa limitation. S'agissant des entreprises, une approche microéconomique s'impose : le taux de croissance anticipée de leur revenu est le résultat attendu de la croissance de leur marché spécifique et de leur compétitivité sur ce marché ; il n'est pas de nature différente de la rentabilité anticipée de leurs projets. Pour les ménages, ce type de raisonnement est moins souvent utilisé ; pourtant leur taux de croissance n'est autre, aux variations individuelles près, que celui du revenu disponible par ménage après impôt, auquel devrait s'appliquer la prime de risque afférant à la probabilité d'entrer dans une période de chômage. De plus, il faut souligner qu'une partie seulement de leur endettement est employé à investir (logement), le reste servant à financer des dépenses courantes. Pour les collectivités locales enfin, le contexte français actuel est très différent : leurs ressources résultent de leurs fiscalités spécifiques, et non, sauf pour les sociétés d'économie mixte, du produit tarifiable d'investissements ; mais de fait, même si elles ont fortement accru leur pression fiscale, leurs « réserves de fiscalité » restent globalement importantes (cf. l'article d'Antoine Coutière et d'Alexandre Profit) et les cas de surendettement restent marginaux (cf. l'article de Jean Le Foll).

UN DÉSENDETTEMENT QUI N'EN FINIT PAS ...

8

La flambée de l'endettement des acteurs économiques, et plus spécifiquement des ménages, au cours des années 1980, résulte beaucoup plus de mutations structurelles que de soubresauts conjoncturels. La levée de l'encadrement du crédit et la réforme du marché monétaire en 1986, la libéralisation des marchés de capitaux, le processus d'innovation financière ont radicalement modifié les conditions et perspectives de financement des ménages, des entreprises et de l'Etat, diversifiant les sources de financement et les choix de placement.

La guerre du Golfe marque, par rapport à ce mouvement, une césure importante. Désinflation et récession économique se conjuguent pour modifier les choix financiers². Les ménages, confrontés à la faible progression de leurs revenus et au poids toujours croissant des charges d'intérêt (elles atteignent 6 % de leur revenu en 1992), réduisent leur endettement : leur taux d'endettement passe de 52 % du revenu disponible brut en 1991 à 46,4 % en 1996. Les entreprises accordent, elles aussi, et très logiquement, la priorité à la réduction du poids de leurs charges financières dans leurs comptes d'exploitation, qui représentent, en 1992, 35 % de l'EBE. Confrontées au fort ralentissement de la croissance économique (taux de croissance du PIB en volume : 0,8 % en 1991, 1,2% en 1992, -1,3% en 1992), la progression des intérêts versés devient insupportable : il en résultait une quasi-stagnation, en francs constants, des profits après paiement des charges financières (+2 % en 1989 et 1991, -0,1% en 1990).

Pour faire reculer leur taux d'endettement et pour augmenter, *a contrario*, leur autofinancement, les entreprises ont alors révisé en baisse leurs projets d'investissement, le montant de leurs stocks et le nombre de leurs salariés. Quelques chiffres attestent de cet effort, très significatif : le rapport dette/ valeur ajoutée perd 10 points entre 1992 et 1995 ; depuis 1993, les sociétés et quasi-sociétés non financières dégagent une capacité de financement.

Michel Dietsch dans son texte sur le crédit interentreprises et l'endettement bancaire, nous invite à un détour méthodologique qui nous permet de pénétrer à l'intérieur de l'agent « entreprise représentative », de différencier les comportements des prêteurs et emprunteurs dans les relations interentreprises, et ainsi de mieux comprendre les évolutions récentes.

Il compare d'abord sur un plan théorique, les fonctions et les pratiques respectives du crédit bancaire et du crédit interentreprises qui se manifeste sous la forme de délais de paiement. Une première approche examine les spécificités du crédit client face au crédit bancaire, analysés tous deux comme des contrats de crédit incomplets, ceci sous les angles du partage du risque, de l'information *ex ante* et *ex post* et des atouts respectifs en cas de liquidation pour insolvabilité de l'emprunteur. Aucune conclusion définitive ne peut être dégagée. L'analyse doit être poursuivie en prenant en compte les relations de pouvoir dues aux imperfections des marchés des biens et services. Les vendeurs et acheteurs peuvent arbitrer entre prix et délais de paiement dans le cadre de discriminations entre clients et fournisseurs. Tel est le cas en France du grand commerce et de l'industrie automobile et plus généralement des grandes entreprises vis-à-vis des PME.

Ceci est illustré par l'exemple de la baisse des délais de paiement constatée en 1996, année de reprise (molle), baisse qui a surpris les observateurs. M. Dietsch l'explique par l'accentuation des relations de dépendance économiques, c'est à dire de la pression des relations commerciales qui a produit un effet de balancier, à la fois pour les clients, via une réduction de leurs marges, et pour les fournisseurs, via une sur-réaction des délais et une augmentation des soldes déficitaires du CEI.

On retrouve une approche analogue dans l'analyse que Anne Demartini et Elisabeth Kremp font du désendettement des PME. A partir d'une situation plus endettée que les grandes entreprises, les PME ont procédé à la baisse de leur ratio dette financière sur capitaux propres dès la fin des années 1980, et à celle du ratio dette financière sur valeur ajoutée à partir de 1993 et en 1994 - ces actions dépendant peu de la taille des PME. *A fortiori* si l'on prend en compte les dettes commerciales ; ici, au regard de leurs capitaux propres, les entreprises les plus petites ont fait un effort de

désendettement plus élevé tandis que les grandes entreprises substituaient des dettes fournisseurs aux emprunts bancaires - et, parmi ces derniers, des crédits de trésorerie aux emprunts bancaires.

Pour tous, depuis 1991-92, l'autonomie financière apparaît comme un objectif prioritaire et le recours aux fonds propres (autofinancement et émission d'actions) devient la source de financement privilégiée des entreprises. En rupture avec l'économie d'endettement des années 1970, leur comportement de financement s'apparente beaucoup plus, au début des années 1990, aux caractéristiques d'une économie de fonds propres.

Existe-t-il pourtant, aujourd'hui, alors que les comptes d'exploitation se sont redressés, des raisons justifiant la poursuite de ce mouvement de désendettement ? Pourquoi de nombreuses grandes entreprises ont-elles déclaré, en 1997, vouloir continuer à réduire leurs dettes ? La poursuite de ces comportements remet-elle à plus tard la fin de la « *debt-recession* » ?

Plusieurs arguments ont, d'ores et déjà, été avancés pour expliquer l'actuelle frilosité des agents économiques par rapport à l'endettement. Tout d'abord, y a-t-il, du côté de l'offre de crédit, l'accentuation d'un comportement de rationnement ? L'article de Jean Cordier et Pierre Sicsic, bien que ce ne soit pas son objet principal, apporte des éléments de réponse. Cordier et Sicsic mettent d'abord en cause l'hypothèse d'un rationnement permanent à la Stiglitz et Weiss. A partir de l'examen du comportement respectif des taux débiteurs et des taux de marché, ils voient peu d'effet à ce que l'on a appelé le canal de la dette (à travers les mouvements de la prime de risque) ni via le canal du crédit bancaire (qui se traduirait par le développement de la mise au marché pour les actifs bancaires et surtout par le *credit crunch*)³. En fait, pour eux, il y a sur-réaction des offreurs et des demandeurs à partir du surendettement permis par (résultant de) la sortie de l'encadrement du crédit.

Si l'on pousse l'analyse du côté de la demande de crédit, tout d'abord, le niveau des taux d'intérêt réels : bien qu'inférieurs à ce qu'ils étaient au début des années 1990 (6,2 % pour les taux à dix ans en 1992 contre 4,4 % en 1997), ils demeurent positifs alors qu'aux Etats-Unis ou au Japon, ces mêmes taux sont proches de zéro voire négatifs. Ensuite, la perception par les ménages et les entreprises d'une conjoncture déflationniste -mais cette perception est-elle juste ?- leur fait craindre des charges de remboursement sans rapport avec l'évolution de leurs revenus. Le caractère très incertain de l'environnement économique et financier conduit les entreprises à privilégier la sécurité de leur structure financière par rapport au développement et à l'extension de leurs capacités de production. Enfin si les fonds propres sont indéniablement coûteux pour les entreprises exposées à la concurrence internationale, ils leur permettent de financer investissements et opérations de croissance externe (fonctions que satisfait également l'endettement) mais aussi de se protéger vis à vis d'OPA hostiles.

LE NOUVEAU CONTEXTE : LE RETOUR DE LA DETTE ?

Le nouveau contexte économique et financier ne justifie plus la poursuite des stratégies de désendettement. Les entreprises ont aujourd'hui tout intérêt à s'endetter. En effet, la baisse des niveaux du taux d'intérêt réel et la forte exigence des gérants de portefeuille quant à la rentabilité attendue des fonds propres, dans un contexte de diversification internationale des placements, doivent conduire les entreprises cotées à reconsidérer leurs choix, pour privilégier la dette.

Si Modigliani et Miller ont démontré que la valeur de l'entreprise de même que sa politique d'investissement étaient indépendantes de sa structure financière, leurs hypothèses (un marché financier parfait et l'absence de fiscalité) ne sont pas réalistes.

Il existe bien une structure optimale de financement et un taux d'endettement optimal qui permet de maximiser la valeur de la firme. C'est le principe de l'effet de levier : si la profitabilité des actifs est supérieure au coût de l'endettement (n'est ce pas la situation actuelle ?), l'entreprise peut accroître sa rentabilité en développant son ratio d'endettement (effet de levier). Si, au contraire, cette profitabilité est inférieure à ce même coût (situation des années 1980), la rentabilité des capitaux investis chute lorsqu'on substitue de la dette à des capitaux propres.

En faisant jouer aujourd'hui l'effet de levier, les entreprises peuvent accroître leur rentabilité et le rendement de leurs fonds propres et minimisent le coût moyen de leur passif.

De façon surprenante, alors que la rentabilité économique est supérieure au coût du crédit, les entreprises ont, dans leur logique de désendettement, réduit encore plus en 1996 leur effort d'investissement et la distribution du crédit aux entreprises n'a connu qu'une légère reprise en 1997.

Une explication possible, avancée dans le texte de Patrick Artus, est que la baisse du taux d'investissement des entreprises correspond au moins pour partie, à la baisse du prix des équipements productifs et à une meilleure utilisation de ceux-ci, via l'accroissement de la durée de cette utilisation. Dans leurs réponses aux enquêtes, les entreprises par ailleurs ne mettent pas l'accent, parmi les obstacles à l'endettement, sur le coût du financement - même si les taux d'intérêt réels restent élevés au regard des années 70 et des taux de croissance des années 1990 - ni, on l'a dit, sur le rationnement du crédit. En fait, dans un contexte de concurrence accrue et globalisée et de perspectives de croissance plus incertaines, c'est la contrainte de solvabilité qui semble expliquer la réticence - peut être temporaire - à utiliser l'effet de levier. Patrick Artus note enfin un phénomène nouveau : pour les grandes entreprises, un recours accru à l'endettement obligataire plutôt qu'au crédit.

Les développements consacrés dans ce numéro à l'endettement des entreprises n'ont pu, faute de place, traiter de la prévention et du traitement du surendettement des entreprises. Par contre, ce dernier joue un rôle majeur dans l'analyse de l'endettement des ménages.

*MÉNAGES : ENTRE RIGIDITÉ DU TAUX D'ÉPARGNE
ET SURENDETTEMENT*

L'article de Loïc Chapeaux et Michel Mouillart, qui s'appuie sur les enquêtes de l'Observatoire de l'endettement des ménages, dont Michel Mouillart est le rapporteur, s'inscrit dans une perspective longue : fort développement du recours à l'endettement suite à la levée de l'encadrement du crédit, puis repli en liaison avec les difficultés économiques générales des années 1990. Les auteurs qui s'appuient notamment sur une typologie éclairante des ménages endettés concluent à une saturation de leur proportion par rapport au total des ménages malgré une reprise en 1995. La situation financière de ceux qui recourent à l'endettement s'infléchit : les endettés sont plus aisés, en particulier ceux qui recourent au crédit immobilier, encore que l'on puisse s'interroger sur les risques afférents aux prêts à taux zéro et sur la reprise récente des crédits de trésorerie. En tout état de cause, le poids des charges de l'endettement tel qu'il est ressenti à travers les réponses qualitatives à l'enquête, ne s'améliore qu'à partir de 1996, et ceci essentiellement pour l'immobilier. Par contre, la hausse du taux de diffusion des crédits de trésorerie fait peser une contrainte sur les revenus courants, et le cumul constaté dans 25% des cas, de crédits de trésorerie et de découverts bancaires témoigne de situations fragilisées.

12

Au total, si les ménages ont pu donner l'impression d'une boulimie d'endettement après la levée de l'encadrement du crédit en 1986, aujourd'hui les situations de surendettement tiennent plutôt à des accidents de parcours entraînant un ralentissement, voire une interruption, de leurs revenus qu'à la « fièvre » du crédit. Ce constat de la pauvreté comme cause principale du surendettement est partagé par toutes les parties concernées (consommateurs, créanciers et pouvoirs publics).

La part du crédit bancaire diminue alors que celle des dettes de la vie courante s'accroît. Les facteurs déclenchant le surendettement sont d'ordre macro-économique (chômage) et sociologique (divorce souvent lié au chômage). L'article du professeur Babeau, qui présente une enquête menée pour le Comité Consultatif du Conseil National du Crédit, fait ressortir les difficultés du traitement actuel du surendettement dans le cadre de la loi Neiertz de 1989. Il faut d'abord souligner, comme cela est fait dans une annexe relatant l'activité des commissions de surendettement, que la moitié seulement des dossiers éligibles à ces

commissions peuvent faire initialement l'objet d'un traitement, l'autre moitié présentant d'entrée des situations trop obérées pour que la commission parvienne à un accord. Depuis la loi du 1 août 1995, la situation a été améliorée par la possibilité que les dossiers en phase amiable ayant fait l'objet d'un non-accord puisse faire l'objet d'une mesure de recommandation au juge. Ceci a porté le taux de solution à 70 % environ. L'enquête du professeur Babeau montre les conditions très tendues d'un pourcentage très important des plans de redressement effectivement mis en place, ceci conduisant à un taux d'échec non négligeable (10 % environ d'incidents caractérisés dans les premières années).

D'où la recherche d'une amélioration du traitement du surendettement avec le projet de loi déposé au parlement.

Ce dernier écarte le recours à la faillite civile, c'est à dire à l'extension aux particuliers des procédures applicables aux entreprises⁴ et reprend, dans une large mesure, les recommandations émises dans le rapport du Conseil national de la consommation (CNC), notamment la proposition d'un moratoire de trois ans avant d'ouvrir la possibilité d'effacer toutes les dettes du ménage en difficulté. Durant cette période de trois ans, il est en effet possible que ce dernier retrouve un travail et des revenus qui lui permettraient d'honorer ses engagements. On peut toutefois regretter, comme le font Pierre Simon et Pierre Marleix, que la proposition du CNC de mettre un terme à la différence de traitement entre dettes publiques et dettes privées n'ait pas été retenue.

Au-delà de remarques techniques – tel le lien entre l'inscription prolongée au FICP et la possibilité de recourir à nouveau au crédit – Pierre Marleix et Reine-Claude Mader font part d'interrogations. Reine-Claude Mader regrette que le moratoire ne soit pas assorti de remises de dettes ou de l'imputation des paiements sur le capital ; en fait, tout en prenant acte des progrès en gestation dans le projet de loi, elle reste partisane de la faillite civile. Pierre Marleix, favorable au nouveau dispositif, replace le traitement du surendettement dans le problème plus général de la lutte contre l'exclusion : à nouveau, les minima sociaux et les dettes de la vie courante.

Si l'on laisse de côté le cas particulier du surendettement, l'endettement actuel des ménages conserve un impact sur leurs comportements de consommation et d'épargne. Les données relatives à leur compte financier mettent en évidence des contraintes nouvelles ; la part respective des trois affectations possibles (investissements en logements ou dans les entreprises individuelles, placements financiers, remboursements d'emprunt) dans le total des ressources des ménages (épargne et crédits nouveaux) a connu de profondes modifications.

Ainsi, les remboursements d'emprunt consacrés à l'habitat représen-

taient 10 % du total des emplois des ménages entre 1970 et 1980, contre 20 % en 1996. Aujourd'hui, une bonne partie de l'épargne des ménages passe à rembourser les emprunts contractés pour acheter leur résidence principale. Quelle que soit alors la situation conjoncturelle, l'inertie du poids des remboursements entraîne une rigidité de la proportion du revenu épargnée par les Français.

Alors que Keynes considérait l'épargne comme un résidu, « ce qui reste du revenu après consommation » on peut se demander si, d'une certaine façon, ce n'est pas aujourd'hui la consommation qui est devenue le résidu, « ce qui reste du revenu après épargne ».

Le taux d'épargne pourrait-il retrouver davantage de souplesse au cours du cycle économique, baissant en période de récession pour que la consommation redémarre et augmentant dans les phases de forte croissance pour éviter la surchauffe ? La solution pourrait résider dans une meilleure adaptation du crédit aux fluctuations cycliques. Dans les périodes de fort ralentissement du pouvoir d'achat des revenus, le recours au crédit doit être soutenu alors qu'en période d'accélération, la prudence doit l'emporter. Mais ceci ne peut se faire que si prêteurs et emprunteurs ont confiance dans la régularité des cycles. Est ce le cas ?

COLLECTIVITÉS LOCALES : UN SURENDETTEMENT ENCORE MARGINAL ET SOUS SURVEILLANCE

14

Antoine Coutière et Alexandre Profit présentent des travaux sur le *credit scoring* des collectivités locales, apprécié dans une perspective de long terme. Ils utilisent deux critères : la pression fiscale sur les ménages, par rapport à leur revenu net, et sur les entreprises par rapport aux bases brutes totales de la taxe professionnelle ; la capacité de désendettement, c'est à dire le nombre d'années nécessaires au remboursement de la dette si la collectivité locale y consacrait toutes ses ressources, appréciée par le rapport de l'endettement et du total des impôts locaux et de la dotation globale de fonctionnement. Ces critères font ressortir une forte dispersion régionale et une meilleure santé des petites villes que des autres collectivités. Globalement, on constate, de façon en apparence seulement paradoxale, une amélioration de la capacité de remboursement conjuguée à une hausse importante de la pression fiscale : ceci signifie une baisse de la qualité de l'endettement.

Le texte de Jean Le Foll, président d'une Chambre Régionale des Comptes arrive à une conclusion analogue à partir d'une présentation très fouillée des différents aspects de l'endettement des collectivités locales : libéralisation progressive du financement de leurs investissements dans le cadre du mouvement de décentralisation, mise en place de garde-fous dans la tutelle et le contrôle, nombre très limité de cas de surendettement affectant essentiellement des moyennes ou petites col-

lectivités locales s'étant confrontées aux activités marchandes (stations de sport d'hiver notamment), modalités de traitement de ce surendettement. Il n'y a pas péril en la demeure, néanmoins, Jean Le Foll pose en conclusion la question plus fondamentale de l'efficacité, voire même de la possibilité pratique du contrôle démocratique des politiques de collectivités, tout particulièrement des grandes agglomérations et des communes les plus petites.

Les mutations du système financier français depuis le milieu des années 1980 ont accru les possibilités de financement offertes aux acteurs économiques. Elles ont exercé, au même titre que les facteurs conjoncturels (ralentissement de l'activité, en France, depuis la guerre du Golfe), une profonde influence sur les comportements d'endettement des ménages, des entreprises mais aussi de l'Etat. Le contexte actuel - baisse des taux d'intérêt réels et reprise de l'activité - pourrait conduire à l'inversion du mouvement de désendettement initié dans les années 1980. Le coût des fonds propres et l'effet de levier sont des facteurs favorables à l'endettement. Les ménages retrouveraient, en s'endettant, un peu de la souplesse qui leur fait aujourd'hui défaut dans leurs choix de consommation et d'épargne. Mais la modification des comportements financiers suppose, sans aucun doute, une plus grande confiance dans l'avenir.

Ce qui est sûr, c'est que l'activité économique pâtit aujourd'hui de la poursuite du mouvement de désendettement des agents privés. Les évolutions de la dette privée affectent, en effet, fortement les rythmes de croissance de l'activité et contribuent à accentuer les cycles économiques.

15

NOTES

1. Voir plus loin la contribution de Jean Cordier et Pierre Sicsic.
2. De 1991 à 1995, les taux d'intérêt réels à long terme évoluent entre 5 et 6 % alors que le taux de croissance moyen du pib, en volume, est de 1,1%, ce qui rend l'endettement très coûteux. Si les années 1980 sont déjà marquées par des taux d'intérêt réels longs positifs, ils sont à 2,5 % au début des années 1980 et à 5,3 % en 1989, le taux de croissance moyen du PIB, 2,3 %, est plus élevé qu'au début des années 1990. La période qui court du premier choc pétrolier à la fin des années 1970 fut la plus propice à l'endettement : les taux d'intérêt réels à long terme sont négatifs entre 1974 et 1979 tandis que le PIB en volume croît, en moyenne, de 2,8 %.
3. Patrick Artus dans le texte évoqué plus loin, confirme que les enquêtes auprès des entreprises ne font pas ressortir de rationnement ressenti.
4. Voir l'article de Marie-Christine Caffet sur l'expérience du régime Alsace Moselle.