

CYCLE FINANCIER OU RISQUE DÉFLATIONNISTE

YANNICK L'HORTY*

La crise de 1929 peut-elle se répéter ? Une chute brutale des prix des actifs financiers se traduisant, par l'intermédiaire des comportements du système bancaire et des agents non financiers, par une contraction marquée de l'activité, enclenchant une spirale où dépression et déflation s'alimentent mutuellement et durablement, est-elle probable ? A cette question, il est somme toute facile de répondre : à plus de soixante ans d'intervalle, conjoncture et structure sont très difficilement comparables et, si la comparaison devait tout de même avoir lieu, il en résulterait vraisemblablement le constat d'une sphère réelle mieux abritée des accidents de la sphère financière. Telle est d'ailleurs, peut être, l'une des leçons à tirer du krach de 1987.

Néanmoins, le scénario de «debt-deflation», décrit initialement par I. Fisher (1933), réapparaît aujourd'hui sous une forme adoucie. On parle de «debt recession» ou de «pseudo-crise financière» pour qualifier la conjonction actuelle d'une récession et d'une faible inflation, dont l'origine renverrait à des causes financières ou monétaires. Entre ces notions, il y a moins de différence de nature que d'intensité des mécanismes en œuvre. Dans la «debt deflation», les principaux indicateurs macro-économiques (production, composantes de la demande, prix...) voient leur niveau absolu baisser. Dans la «debt recession», seuls les taux de croissance se réduisent. Dans les deux cas cependant, les causes de la spirale sont d'origines financières, les enchaînements sont comparables et la récession est surtout de nature keynésienne, au sens où l'insuffisance de la demande en explique l'essentiel. A l'origine d'une «debt recession», on a toujours une phase de croissance relativement soutenue qui porte en germe des dérèglements financiers majeurs. On a ensuite une contraction soudaine de la masse monétaire, ou de sa progression, dont l'origine doit être recherchée dans le comportement des offreurs ou des demandeurs de crédit. On a enfin propagation de cette contraction vers l'activité réelle, dont les conséquences récessionnistes alimentent le processus de désinflation. La «debt recession» serait caractérisée à la fois par une plus

65

* *Chargé de mission, Direction de la prévision, Ministère de l'économie.*

grande inertie dans l'évolution des principaux indicateurs en jeu (dont les inflexions, moins brutales que dans le scénario de «debt déflation», seraient plus persistantes dans le temps), et par une transmission plus rapide au niveau international des principaux enchaînements en cause (quasi-simultanéité des changements conjoncturels des différents pays).

Cette problématique mérite un examen attentif. De nombreux indicateurs soutiennent en effet cette thèse : absence de facteurs réels expliquant la situation économique récente ; niveaux d'endettement très élevés atteint par les agents non-financiers ; «crédit crunch» du début des années quatre-vingt-dix ; fragilisation des intermédiaires financiers, etc. Un tel examen présente en outre l'intérêt de s'interroger sur la politique monétaire et son adéquation à la situation présente.

On se propose dans un premier temps de rappeler les principaux enchaînements sous-jacents au déclenchement d'une spirale déflationniste, à la fois dans sa version initiale et dans ses présentations modernes. Puis, on discutera la probabilité actuelle de réalisation d'une telle spirale.

I - LA SPIRALE DÉFLATIONNISTE : MÉCANISMES ET ENJEUX POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE.

66

Une spirale déflationniste peut se définir comme une baisse auto-entretenu de l'activité économique et du niveau général des prix. Il s'agit d'un phénomène macro-économique qui ne peut s'apparenter à la situation d'un marché de biens en équilibre partiel, où un choc de demande défavorable provoque une réduction conjointe du prix et des quantités échangées (déplacement le long d'une courbe d'offre). Le mécanisme déflationniste suppose qu'il n'y ait pas neutralité de la monnaie et qu'au contraire la déflation alimente la dépression qui encourage elle-même la déflation. Cette spirale a été initialement décrite par Irving Fisher (1933) pour rendre compte de la situation économique prévalant après la crise de 1929. Elle est amorcée par une crise financière qui consiste en une détérioration brutale des principaux indicateurs financiers, et tout particulièrement du prix des actifs négociés sur les marchés des titres. Il en résulte des sinistres bancaires en cascades, lorsque les établissements de crédit ont garanti leurs encours sur les prix des actifs financiers. Les banques voient ainsi fondre la valeur de leurs réserves de fonds propres et augmentent leurs provisions pour risque provoquant ainsi l'effondrement des crédits distribués dont les effets récessionnistes alimentent la baisse du niveau général des prix et celle des prix actifs financiers.

1.1 - En amont, une crise financière

Pour se déclencher, ce scénario suppose au préalable qu'un certain

nombre de conditions soient satisfaites. Tout d'abord, qu'il se produise une crise financière de grande ampleur. En fait, ce type de crise ne s'est pas produit depuis 1933 aux Etats-Unis et même depuis 1866 au Royaume-Uni (B. Friedman, 1991). C'est pourquoi on préfère avoir recours à la notion de pseudo-crise financière qui correspond à l'éclatement brutal d'une bulle spéculative sur les marchés des titres après une phase d'expansion forte sans véritable justification dans la sphère réelle. Le krach boursier de 1987 est à cet égard un bon exemple de pseudo-crise aux conséquences finalement modestes sur la sphère réelle. Cette pseudo-crise est donc précédée d'une phase de croissance soutenue de l'activité, qui implique une forte poussée de la demande de financement du côté des investisseurs et, du côté des prêteurs, d'une progression régulière des capacités de financement. Globalement, on assiste à un nouvel attrait pour les marchés des titres, éventuellement renforcé par un processus d'innovations financières. Les indices boursiers atteignent périodiquement de nouveaux records. Dans une telle phase de croissance, les stratégies des intervenants sur les marchés des titres reposent sur un horizon à courte vue et des anticipations de type adaptatif («band wagon effect» mis en évidence par Krugman) : ils sont haussiers quand le prix d'un actif s'élève et baissiers quand il se réduit. Des éléments objectifs (performances des entreprises, indicateurs macro-économiques...) font que la progression des prix des actifs est ressentie comme justifiée. Cette phase de croissance s'accompagne d'une forte poussée de la demande de crédit et d'un endettement croissant des agents. Pour cette raison, la croissance contient en germe le retournement.

67

Jusqu'à un certain point, le marché donne raison au comportement des investisseurs, mais, à terme, la bulle spéculative doit finir par buter sur le niveau trop élevé d'endettement des emprunteurs, ou sur l'insuffisance des réserves et des provisions des prêteurs. Dans son histoire des crises financières, Kindleberger (1978) fait reposer la fragilité du système financier sur les comportements collectifs des acteurs du marché des titres, et en particulier sur des effets de mode (les *manias*) suivant lesquels les investisseurs concentrent leurs risques sur le même type de produits. Mais, qu'il y ait contrainte objective d'endettement, ou causes plus subjectives renvoyant à la rationalité des agents ou à la cohérence de leurs comportements agrégés, on retrouve toujours l'idée d'un développement excessif de la sphère financière, sans véritables fondements dans la sphère réelle, qui contient les germes d'une crise financière. Il s'agit là de l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky (1972), pour qui la probabilité de déclenchement d'une crise est une fonction directe du temps passé depuis la précédente, l'évolution des comportements rendant avec le temps de plus en plus probable le déclenchement d'une crise financière. Ceci étant, la

nature de la crise change avec le temps, lui conférant une dimension idiosyncratique difficilement contournable. Cette spécificité propre à toute crise financière résulte souvent d'un changement profond des structures du système financier et des instruments de régulation. Aux Etats-Unis, par exemple, le krash de 1907 a donné lieu à la création du Federal Reserve System, et celui de 1929 à la séparation et à la réforme du système bancaire et d'assurance. On peut voir dans ces réformes successives la poursuite d'un objectif constant : abriter la sphère réelle de l'instabilité inhérente à la sphère financière. C'est d'ailleurs un aspect positif de ces crises, déjà relevé par Schumpeter.

1.2 - Les autres causes du «crédit crunch».

Comment une crise financière se répercute-t-elle sur la sphère réelle ? On pense aux reports des pertes financières sur les décisions d'investissement et de consommation ou aux conséquences d'un comportement des institutions financières plus restrictif en matière d'émission de crédit. Pour Friedman et Schwartz (1963), les effets récessionnistes d'une crise financière ont pour canal essentiel une destruction de monnaie. Les crises financières, souvent précédées de paniques bancaires, donnent lieu en effet à une réduction de la quantité de monnaie détenue par les agents non financiers, à laquelle peuvent s'ajouter des problèmes d'inconvertibilité de certains supports monétaires. Dès lors, l'impact d'une crise financière sur la sphère réelle dépend étroitement de l'ampleur de la contraction du crédit («crédit crunch») qui en résulte. Dans cette perspective monétariste, une crise financière n'est qu'une cause parmi d'autre de la contraction de la masse monétaire, ou de sa contrepartie en crédits, à l'origine d'une spirale déflationniste. Soulignons par ailleurs que l'économie est ici davantage affectée par la disponibilité du crédit que par son coût, et que les taux d'intérêt sont donc un piètre indicateur des interactions pertinentes entre sphères réelles et financières (c'est pourquoi selon Friedman la politique monétaire doit avoir un objectif de contrôle de la masse monétaire).

En l'absence de crise financière, quelles sont les autres sources de «crédit crunch»? A cette question, les théories de l'information asymétrique sur le marché du crédit apportent une réponse. Comme dans le modèle initial d'Akerlof (1970), on peut constater que les prêteurs sont moins bien placés que leurs emprunteurs pour discerner les bons projets d'investissement des mauvais, à la fois moins rentables et plus risqués. En appliquant à tous le même taux d'intérêt, ils pratiquent une sélection adverse où les bons projets payent pour les moins bons (à l'image d'une loi de Gresham appliquée à l'octroi de crédit). Ce problème d'information asymétrique entre prêteurs et emprunteurs permet de comprendre pourquoi l'offre de

crédit n'augmente pas nécessairement avec les taux d'intérêt (*Stiglitz-Weiss, 1981*). La spécificité du marché du crédit est en effet de présenter un risque pour les prêteurs. En présence de taux d'intérêt élevés, le risque de défaillance des emprunteurs est plus important, ce qui peut inciter les prêteurs à diminuer leur offre de crédit. Pour Mankiw (1986), une faible progression des taux d'intérêt peut ainsi entraîner une forte contraction du crédit. De même, une montée des risques, liée par exemple à un climat d'incertitude renforcée, accroît l'effet de sélection adverse. On peut y voir enfin un effet pervers de la désintermédiation du crédit où les emprunteurs, qui ont pour seul accès au crédit les intermédiaires bancaires, sont aussi ceux qui présentent le plus de risque de défaillance (les petites entreprises...). Au total, en l'absence de crise financière, tous les éléments susceptibles d'influencer la perception du risque par les émetteurs de crédit peuvent conduire à une contraction du crédit : persistance de taux d'intérêts réels élevés ; désinflation ou augmentation des taux d'intérêt nominaux ; réduction de la capacité des emprunteurs à satisfaire leurs engagements du fait d'une baisse de la production, des salaires ou d'une montée de l'endettement ; etc. On le voit, tous les éléments constitutifs d'une spirale déflationniste sont ici rassemblés.

1.3 - Une règle monétaire asymétrique.

Les enchaînements par lesquels une contraction du crédit se transforme en spirale déflationniste peuvent désormais être précisés. En toile de fond du scénario déflationniste, on a une certaine fragilité des intermédiaires financiers en termes de réserves disponibles, de marges et/ou de provisions pour risques, éventuellement alimentée par des crises financières localisées (par exemple chute des prix de l'immobilier sur lesquels sont garantis la valeur de certains encours). On a de même une certaine fragilité financière des agents non financiers qui ont accumulé un endettement important pendant la phase de croissance et qui posent des problèmes croissants de solvabilité. On peut avoir enfin un climat général d'incertitude sur les conditions de la croissance future, alimenté par des chocs exogènes d'origines diverses. Dans la version de la spirale déflationniste s'inscrivant dans la tradition de Fisher, la «debt déflation» intervient de manière soudaine et brutale par suite d'une crise financière de grande envergure. Il semble plus réaliste de retenir un ajustement graduel et donc persistant de type «debt recession» (*Garnier, 1991*). Au-delà d'un certain seuil, la dégradation des réserves des banques, eu égard aux provisions constituées, les conduit à resserrer leur offre de crédit. Ce resserrement peut également avoir pour origine un durcissement de la politique monétaire par les taux d'intérêt courts ou la base monétaire. Il en résulte une réduction des crédits effectivement distribués qui a des conséquences

néfastes à la fois sur la progression de la consommation et sur celle de l'investissement. Les principaux indicateurs d'activité vont s'orienter défavorablement justifiant *ex post* les provisions constituées. La contraction de la demande et celle de la masse monétaire conduisent à une faible progression (voir une baisse) des indices de prix qui renforcent la dégradation des bilans. La demande intérieure déprimée et la faible progression des prix de production ont un effet favorable sur le commerce extérieur, qui peut-être entravé par la tendance à l'appréciation du change, éventuellement stimulée par le niveau élevé des taux d'intérêt à l'origine de la contraction du crédit. Sur les marchés financiers, le climat récessionniste, la déflation plus ou moins patente, la contraction de la masse monétaire, l'appréciation du change ou encore le niveau élevé des taux d'intérêt, concourent à une baisse du prix des actifs renforçant ainsi la fragilité des intermédiaires financiers. Tous ces éléments coïncident pour conduire à une nouvelle contraction du crédit, à la fois du côté des offreurs, qui font face à un risque croissant, et des demandeurs, dont les bilans sont dégradés et qui sont confrontés à des perspectives de demande défavorables.

70

Confrontée à une spirale déflationniste, comment doit réagir la politique monétaire? A l'origine de la spirale, réside une contraction de la masse monétaire. La voie à suivre ne semble donc pas être *a priori* celle d'une austérité renforcée : dans un tel contexte, une politique monétaire restrictive «jette de l'huile sur le feu», pour reprendre l'expression de Kindleberger. La politique monétaire doit donc agir de manière contra-cyclique, par une création monétaire proportionnelle à la reprise attendue. On retrouve ici la règle monétaire asymétrique développée par P. Artus (1992) : «Lorsque l'activité et les prix vont dans le même sens, l'offre de monnaie ne doit pas suivre les prix». Cette politique de soutien de l'activité est d'autant plus adaptée qu'il n'y a pas de risque inflationniste à court terme. Une voie peut-être d'intervenir sur les taux d'intérêt qui devront donc être essentiellement affectés à un objectif interne, sans considération de défense d'un change de référence. La cible est à la fois d'alléger la charge d'endettement et de réduire les risques des prêteurs (rappelons que c'est davantage la disponibilité que le coût du crédit qui est ici en cause).

Cette réaction doit cependant rester pondérée dans son ampleur. Après le krach de 1987, par exemple, les autorités monétaires ont réagi par une injection massive de liquidités. Celle-ci a été positive à court terme et a sans doute contribué au faible impact du krach sur la sphère réelle. Néanmoins elle a favorisé à moyen terme une reprise vigoureuse des marchés financiers qui n'est probablement pas étrangère au second krach de 1989.

L'efficacité de cette stratégie monétaire dépendra du poids relatif de

deux secteurs dans l'économie : un secteur auto-financé, avec réserve d'actifs et dont la demande de crédit dépend surtout des structures de bilan ; un secteur « à découvert », disposant d'un pouvoir d'emprunt et plus sensible aux inflexions de la politique monétaire (*Garnier, 1991*). Dans un premier temps, l'efficacité de l'injection de monnaie peut donc buter sur un phénomène de trappe à liquidité, les agents privilégiant avant tout la restructuration de leur bilan. Dans cette perspective, il peut être utile de coupler la règle monétaire asymétrique avec des interventions plus structurelles en faveur de l'auto-financement du premier secteur et des capacités d'emprunt du deuxième.

De même, il importe de savoir si la contraction initiale du crédit a, pour reprendre la terminologie de la théorie du déséquilibre, pour coté court l'offre ou la demande de crédit. Si l'offre de crédit est contrainte, ces interventions structurelles sont d'autant plus justifiées. Si c'est la demande de crédit qui est contrainte, une action sur les conditions d'octroi des crédits, en termes de gestion des provisions, de ratios prudentiels, de marge des prêteurs, etc. peut également s'avérer pertinente.

II - DOIT-ON CRAINDRE UNE SPIRALE DÉFLATIONNISTE ?

En France, comme dans la plupart des pays industrialisés, la conjoncture récente est à la source d'un regain d'intérêt pour les thèses s'inscrivant dans la tradition de Fisher. Depuis le début des années quatre-vingt-dix, le ralentissement de l'activité coïncide avec une inflation stabilisée à des niveaux faibles. En fait, si les prix à la consommation et des services progressent toujours, les prix industriels connaissent quant à eux une baisse en termes absolus. Dans la progression des produits intérieurs bruts, ou des productions industrielles, l'année 1993 semble d'ores et déjà marquer un creux très net en Europe ou au Japon, et les perspectives d'évolution des prix sont orientées à la baisse.

Cette conjoncture nouvelle, en rupture avec la situation des années quatre-vingts, a pour toile de fond des dérèglements financiers de grande ampleur : persistance et même aggravation des déficits publics ; permanence de certains déséquilibres commerciaux (Etats-Unis, Japon), et du problème de la dette des pays en voie de développement ; instabilité des systèmes de change et en particulier réajustements périodiques de parités au sein du SME ; krach de 1987 ; crise de l'immobilier, etc. Tous ces facteurs contribuent à la montée d'un risque financier majeur et jouent sur le double plan de leur impact réel et de leurs effets en tant qu'éléments producteurs d'incertitude. Ces effets sont d'ailleurs renforcés par la rapidité et la complexité des changements intervenus dans les instruments financiers.

Par ailleurs, il est difficile de voir dans les seuls facteurs réels les cause de la récession actuelle. L'exemple des Etats-Unis, où la récession est intervenue plus tôt qu'en Europe, est à cet égard révélateur. Aucun des indicateurs avancés de conjoncture, traditionnellement utilisés par les prévisionnistes américains, n'ont permis de prévoir le déclenchement puis la sortie de la récession de 1990-1991 (*Garnier 1991*). Par contre, certains facteurs financiers suggéraient un retournement : si la structure par termes des taux d'intérêt n'a pas présenté les signes de tensions habituelles, la contraction des flux de dettes a été sans précédent depuis l'après-guerre.

En Europe, le recul de l'activité intervenu au tournant des années 1992 et 1993 après le ralentissement amorcé en 1990, a également été très mal anticipée par la plupart des observateurs et fait suite lui aussi à une forte contraction des flux d'endettement ainsi qu'au relèvement des taux directeurs allemands à la mi-juillet 1992. Or, les outils de prévision usuels décrivent mal les interactions entre sphères réelle et financière, particulièrement délicates à modéliser. Les difficultés des prévisionnistes pourraient donc également suggérer un rôle important joué par ces facteurs financiers. Il semble donc difficile de rendre compte de l'ampleur de la récession sans intégrer l'évolution de certains facteurs financiers.

Cependant, reconnaître un rôle actif au « crédit crunch » dans l'entrée en récession n'implique pas pour autant une confirmation de l'hypothèse déflationniste. Celle-ci est en effet pour le moment infirmée par les faits (*II.1*), et le diagnostic sur l'origine, l'ampleur et les conséquences de la contraction du crédit peuvent être discutées (*II.2 à II.4*).

II.1 - La récession en France : insuffisance de la demande et rôle actif des facteurs financiers.

Deux attributs essentiels caractérisent une spirale déflationniste. Il s'agit d'une part, en amont de la spirale, de dérèglements financiers d'ampleur suffisante pour se répercuter durablement sur la sphère réelle et d'autre part, au cœur de l'enchaînement, d'une insuffisance de la demande qui alimente la baisse des prix. Au titre des dérèglements financiers sont mis en cause les conséquences de la persistance de taux d'intérêt réels élevés, de la contraction du crédit, d'une excessive fragilité financière des agents, notamment en termes de niveaux d'endettement, ou encore d'un climat général d'incertitude sur l'avenir. Ces éléments coïncident pour conduire à des taux d'épargne élevés et une consommation déprimée : motif de précaution, contrainte d'endettement, effet d'encaisse réelle dans un contexte d'anticipation de baisse des taux d'intérêt. L'atonie de la consommation exerce d'autant plus de tensions à la baisse sur les prix que les stocks sont initialement élevés et les capacités de production sous-utilisées. Les perspectives de demande peu favorables, et les contraintes financières

pesant sur les entreprises, réduisent l'investissement et, par conséquent, la croissance. La baisse des prix, ou leur progression ralentie, les faillites d'entreprise, et la modération de l'activité contribuent à creuser le chômage et à freiner les progressions des salaires et des revenus, qui, en retour, renforcent les tensions à la baisse de la demande. Cet enchaînement auto-entretenu est par ailleurs compatible avec un excédent du commerce extérieur, comme le laissent supposer la faiblesse de la demande intérieure et une compétitivité-prix favorable.

Dans quelle mesure ce scénario peut-il s'appliquer à la conjoncture récente en France ? Depuis le début des années 1990, on assiste à un tassement du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages (+ 1,8 % en 1991 ; + 1,5 % en 1992 ; + 0,9 % prévu par les budgets économiques pour 1993) ainsi qu'à une remontée des taux d'épargne (12,6 en 1991 ; 12,8 en 1992 ; 13,1 prévu pour 1993). La progression de la consommation finale des ménages est donc ralentie : + 1,2 % en 1991 ; + 1,5 % en 1992 ; + 0,6 % prévu en 1993. Il en est de même du côté des administrations : + 2,5 % en 1991 ; + 2,3 % en 1992 et + 1,1 % en 1993. Le tassement de la demande intérieure peut être également constaté chez les principaux partenaires commerciaux de la France. Globalement, les perspectives de production et les carnets de commandes, globaux et étrangers, sont fortement déprimés dans toutes les enquêtes de conjoncture appréciant les opinions des chefs d'entreprise. De même, l'activité commerciale connaît un net recul.

Le tassement de la demande coïncide avec une baisse plus forte encore de la production, et se traduit par une réduction des stocks de plus de 20 milliards de FF courants en 1992 et de plus de 30 milliards de FF courants en 1993. Dans ce contexte, les capacités de production sont nettement sous-utilisées. En 1992, le taux d'utilisation s'élevait, pour l'ensemble des secteurs, à 82,3 %, soit le chiffre le plus bas depuis le début des années 1960, (excepté l'année 1975). Ces éléments coïncident pour favoriser un recul de l'investissement : - 1,8 % en 1991, - 2,4 % en 1992 et - 2,5 % prévu pour 1993. Ce recul, nettement plus marqué que celui de la consommation, dont le niveau continu de s'élever, explique que les secteurs les plus touchés en 1993 par la baisse de la production dans l'industrie soient les bâtiments et travaux publics et les biens d'équipement professionnels.

Cette insuffisance de la demande s'est accompagnée d'un ralentissement du crédit. Le déséquilibre croissant entre la progression des taux d'épargne et la baisse des taux d'investissement le suggère. De fait, la décennie quatre-vingt-dix s'est ouverte sur une contraction du crédit très nette : après une progression de 10,8 % en 1990, les crédits ont crû de 5,4 % en 1991, soit une croissance encore supérieure à celle du PIB en valeur. Entre février 1992 et février 1993, cette croissance était tombée à + 1,7 %,

soit une hausse des encours en volume. Les encours aux ménages, dont la progression était de 40 % en 1987, baissent depuis le début de 1992 : les encours à l'habitat progressent de 2 % en glissement annuel au début de 1993, contre 10 % début 1991, ceux de trésorerie ont baissé de 4 % au début de 1993, contre une progression de 6 % en 1991. Du côté des entreprises, les crédits de trésorerie sont restés stables en 1992, contre une progression de 20 % en 1990.

II.2 - Une récession sans déflation.

Le rapprochement doit cependant rester limité. En particulier, on ne relève pas de tensions déflationnistes patentées. Dans ce domaine, deux groupes de pays doivent être distingués. D'une part les Etats-Unis et le Royaume-Uni qui sont entrés en récession plus tôt et qui semblent aujourd'hui connaître une reprise. D'autre part les autres grands pays d'Europe et le Japon qui sont aujourd'hui au cœur de la récession.

Le consensus des prévisions pour 1993 laisse apparaître une croissance très faible, nulle ou négative dans tous les pays de la Communauté Européenne. L'Allemagne est le pays le plus touché, et le Royaume-Uni, celui qui présente les perspectives les moins mauvaises. La France se situe dans une position plutôt intermédiaire, qui correspond toutefois à un recul du PIB dont l'ampleur est comparable à celle de 1975. En dehors de l'Europe, le Japon subit lui aussi un ralentissement assez marqué, alors que les Etats-Unis ou le Canada semblent désormais abrités du mouvement d'ensemble. En termes de production industrielle ces écarts de conjoncture sont encore plus nets : l'Allemagne connaît un recul de près de 20 % au premier trimestre 1993, la France de près de 4 %, le Royaume-Uni connaît quant à lui une progression de 0,9 % et les Etats-Unis de 3,7 %. Dès lors, le chômage accuse une nouvelle augmentation dans la quasi-totalité des pays européens et au Japon, alors qu'il est en retrait aux Etats-Unis.

Cependant, on ne constate nulle part de baisse du niveau général des prix. Au contraire, le mouvement de désinflation semble plutôt marquer le pas. Le consensus des prévisions pour 1993 affiche des perspectives globalement proches des résultats de 1992 et le premier trimestre 1993 n'a pas été celui d'une réduction des prix à la consommation. En glissement annuel, le taux d'inflation au mois de mars atteint 2,9 % dans la zone OCDE et 3,5 % dans la Communauté Européenne. En France, la désinflation sous-jacente reste limitée. En Allemagne, l'inflation est encore forte. Au total, on est loin d'une situation de spirale déflationniste. L'inflation est faible et est relativement stabilisée une fois corrigée de la conjoncture.

Ce constat n'est cependant pas incompatible avec l'existence de tensions déflationnistes dans tel secteur d'activité ou telle filière de produc-

tion. En France par exemple, depuis le mois de novembre, l'indice des prix à la consommation est stable en glissement annuel, autour de 2,1 %. Le chiffre du mois de mai 1993 est le plus faible depuis le début de l'année (2 % sur un an), il reste cependant très proche des niveaux précédents (2,2 % en mars en glissement annuel est le point le plus haut). En fait, seuls les produits alimentaires affichent une inflation négative (-0,8 % en mai, en glissement annuel), les produits manufacturés du secteur privé connaissant au contraire une inflation plus forte (de 1,4 % en janvier à 1,6 % en mai). L'inflation sous-jacente, définie hors prix alimentaires et énergétiques et hors effets des taxes et des prix administrés, est plus représentative de l'évolution réelle des prix. Or, elle ne ralentit que faiblement en cette phase de récession : 2,6 % en glissement au début de 1993, 2,2 % en août. Plaident cependant en faveur de tensions déflationnistes accrues, les perspectives personnelles de prix des industriels, d'après l'enquête mensuelle de l'INSEE. Depuis fin 1992, les perspectives de baisse de prix l'emportent sur celles de hausses dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement, elles s'équilibrent dans les biens de consommation, et la hausse ne l'emporte que dans l'automobile et les transports terrestres.

Avec un peu de recul, il est facile de montrer que la spécificité du début des années quatre-vingt-dix tient moins dans son rythme d'inflation que dans celui de la croissance. Depuis le début des années soixante, les relations entre inflation et croissance ont en effet connu dans les principaux pays industrialisés les configurations les plus variées qu'on peut résumer de la façon suivante (*des graphiques présentés en annexe décrivent les relations entre production industrielle et prix à la consommation pour cinq pays : Etats-Unis, Japon, Allemagne, France et Royaume-Uni* : à la conjonction d'une inflation faible et d'une croissance forte dans les années soixante a succédé celle d'une inflation forte et d'une croissance faible dans les années soixante-dix ("stagflation"). Dans les années quatre-vingts, le recul de l'inflation s'est accompagné d'une accélération modérée de la croissance dans la deuxième moitié de la décennie. Au début des années quatre-vingt-dix, la chute de l'activité est très nette comparée à la progression de la période précédente, mais les prix ont conservé un rythme de progression comparable. Au total, rien n'indique dans les faits que la récession actuelle corresponde à une configuration de type spirale déflationniste.

75

II.3 - L'ampleur et la nature du «credit crunch» peuvent être relativisées.

A l'origine de la récession, la contraction du crédit est parfois évoquée. De fait, la décennie quatre-vingt-dix s'est ouverte sur une réduction brutale de la progression du crédit dans la plupart des pays industrialisés. Si l'on excepte le cas des Etats-Unis, les taux de croissance en valeur sont

passés en deçà de 5 % en rythme annuel, alors qu'ils étaient proches de 10 % dans les années quatre-vingts (*voir les graphiques «ampleur du crédit crunch»*). La progression reste donc soutenue, même si le tassement est net relativement aux rythmes de croissance très élevés des années quatre-vingts. De plus, si l'on rapporte le niveau du crédit intérieur au produit intérieur brut, l'évolution correspond plus à un palier qu'à un effondrement (*voir le graphique «Rapport du crédit intérieur brut au PIB»*). Les niveaux atteints à la fin des années quatre-vingts ont été conservés.

En fait, seuls les Etats-Unis ont connu une réduction de la valeur absolue du crédit intérieur et un retour du rapport crédit intérieur sur PIB au niveau du début des années quatre-vingts. La situation américaine, qui est à l'origine de l'intérêt porté aux thèses déflationnistes, est donc très spécifique. Alors que dans tous les autres pays, le ralentissement du crédit se produit de manière quasi-simultanée à la fin de 1990, il a lieu dès la fin de l'année 1988 aux Etats-Unis. A la fois plus prématuré et plus brutal, le crédit crunch américain coïncidera d'ailleurs avec une récession somme toute assez courte et non déflationniste (la reprise de l'activité est constatée depuis 1992).

Aux Etats-Unis, cette contraction du crédit s'explique difficilement par une réduction du côté de l'offre uniquement (Garnier 1991). D'une part parce que le développement des moyens de financement désintermédiés rendent moins dépendant les demandeurs d'un rationnement par les banques et que les flux des encours «titrisés» ont eux aussi diminué. D'autre part, parce qu'on n'a pas constaté de substitution massive avec les encours de «commercial paper» détenus par les agents non financiers, contrairement aux «credit crunchs» précédents. Il s'agit donc d'une contraction généralisée qui renvoie plutôt à des comportements de demande. C'est pourquoi le niveau élevé d'endettement des agents est souvent évoqué pour expliquer la contraction. Au total, il s'agirait moins d'un effet de rationnement par les quantités que des conséquences d'une contrainte d'endettement parvenu à saturation, même si les deux effets ont vraisemblablement coexisté. En ce sens, il est incorrect de parler de «credit crunch» qui suggère plutôt une contraction du côté de l'offre, le plus souvent suite à des inflexions de politique monétaire.

En France, un constat similaire peut-être dressé (Jacolin et Odonnat, 1992 ; Nguyen The Van, 1992). La contraction du crédit est loin d'évoquer celle observée aux Etats-Unis mais elle s'applique aussi à toutes les composantes du crédit, quel que soit leur objet économique (certes de manière inégale). La contraction s'expliquerait donc difficilement du seul côté de l'offre. Celle-ci semble avoir été effectivement plus sélective en 1991, du fait d'une montée des risques de défaut des débiteurs. Mais les banques ont pu renforcer leurs fonds propres, et elles ont dépassé les

normes prudentielles en matière de réserve (ratio Cooke). Au total, le resserrement de l'offre n'explique pas à lui seul la faiblesse de la progression des crédits à l'économie en 1991. Du côté de la demande, le ralentissement des crédits aux entreprises renvoie en grande partie au moindre dynamisme des projets d'investissement, lié à une progression plus faible de la demande globale en 1990. Les ménages ont quant à eux réduit leur demande de crédit du fait d'un ajustement à la baisse de leurs décisions de consommation et d'achat de logement. Le retournement conjoncturel de 1990 a en effet réduit la progression des revenus courants et favorisé un certain attentisme des ménages qui ont légèrement augmenté leur taux d'épargne (comportement de précaution dans un climat général d'incertitude sur les perspectives futures d'activité et d'emploi, joint aux conséquences complexes des inflexions du marché immobilier en manière de comportement d'endettement et d'épargne).

Ainsi, la contraction du crédit en France s'explique davantage par un ralentissement de la demande que par un rationnement du crédit offert. En ce sens, elle est tout autant une conséquence qu'une cause du ralentissement de conjoncture. Il y aurait donc amplification du cycle par les facteurs financiers et ce d'autant plus que les niveaux d'endettement atteints par les agents non financiers les fragilisent.

II.4 - Un retour à la normale après une phase d'endettement croissant.

77

En grande partie, la contraction du crédit peut également s'interpréter comme un retour à la normale après des progressions très marquées à la fin des années quatre-vingts. En France, la décélération de 1991, fait suite à quatre années de fortes progressions d'encours (+ 11,4 % en moyenne annuelle). A terme, de tels rythmes étaient difficilement soutenables et devaient finir par buter sur une contrainte d'endettement des agents non financiers.

Cet endettement a connu dans tous les pays une progression très soutenue dans les années quatre-vingts, à la fois pour les entreprises et les ménages (*voir le dernier graphique*). Entre 1980 et 1990, l'endettement des ménages est passé de 62 à 73 % du PIB aux Etats-Unis, de 40 à 80 % au Royaume-Uni, de 45 à 56 % en France (en % du PIB). Celui des entreprises a subi une progression plus marquée encore : de 76 à 90 % aux Etats-Unis, de 95 à 169 % au Royaume-Uni, de 139 à 232 % en France (*OCDE 1992*).

Certes, il est difficile de se référer à un niveau optimal d'endettement, indépendamment de toutes considérations sur le contexte conjoncturel ou le cadre institutionnel. Les différences de niveaux entre pays en témoignent. Il n'est donc pas immédiat de voir dans cet endettement croissant une fragilisation accrue des agents non financiers. Il importe en particulier d'examiner à un niveau plus micro-économique la structure de la dette et

l'état des bilans. Précisément, la phase d'endettement croissant de la deuxième moitié des années quatre-vingts a coïncidé avec une montée des dettes courtes dans les encours des agents non financiers (*Maillard, 1992*), la croissance des crédits de trésorerie s'est fortement accélérée après 1985 : le taux de croissance annuel moyen est de 40 % en 1985 et 1987. A partir de 1988, ce rythme s'est infléchi pour revenir à moins de 2 % en 1991. La part du flux de dette courte dans la dette totale passe ainsi de 38,5 % en 1984 à 59,5 % en 1989, puis 50 % en 1991. Dès lors, la forte décélération de l'encours en 1991 résulte aussi du remboursement de nombreux prêts courts accordés entre 1987 et 1989.

II.5 - Les contraintes financières pesant sur la reprise de la demande deviennent moins fortes.

Depuis le début des années quatre-vingts, le contexte financier des décisions d'investissement et d'épargne est celui de taux d'intérêt réels persistants à des niveaux élevés. Durant la période de forte croissance de la fin des années quatre-vingts, un coût du crédit important a pu coexister avec une montée de l'endettement des agents non financiers. Puis, avec le ralentissement de la croissance, entreprises et ménages, ajustant leurs comportements d'investissement et d'épargne, ont privilégié une structure financière plus équilibrée et plus en phase avec le niveau des taux d'intérêt.

78

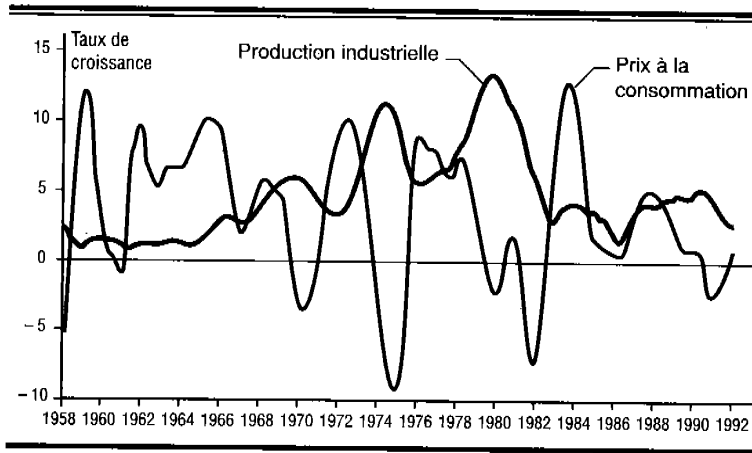
En ce qui concerne les entreprises, le poids de l'endettement et le niveau des taux d'intérêt, se traduisent par une part croissante des intérêts versés dans l'excédent brut d'exploitation : 9,6 % en 1986 pour les sociétés et quasi-sociétés, 10,7 % fin 1992. Il est à l'origine d'un changement de comportements en matière de financement des investissements. D'une part, les entreprises, qui font face à une demande plus faible, ajustent à la baisse leurs projets d'investissement et limitent en conséquence leur endettement (c'est un motif couramment évoqué par les banques), d'autre part, et en partie du fait de cet ajustement, elles privilégient une structure financière plus saine. Le flux des prêts à court terme aux S.Q.S, qui culminaient à 331 milliards en 1989, ne sont plus que de 49 milliards en 1992. Les taux d'autofinancement, rapportant la formation brute de capital fixe à l'épargne brute des entreprises, qui étaient de 76,7 % en 1985, s'élèvent à 106% en 1992. Fait unique depuis 1970, les entreprises dégagent en 1992 une capacité de financement positive (de plus de 70 milliards de FF.).

S'agissant des ménages, un effet d'assainissement des bilans est également perceptible. De 1985 à 1987, la réduction du volume d'épargne (de 465 à 393 milliards) s'était traduite, dans un contexte de hausse du revenu disponible brut, par une réduction des taux d'épargne plus forte encore

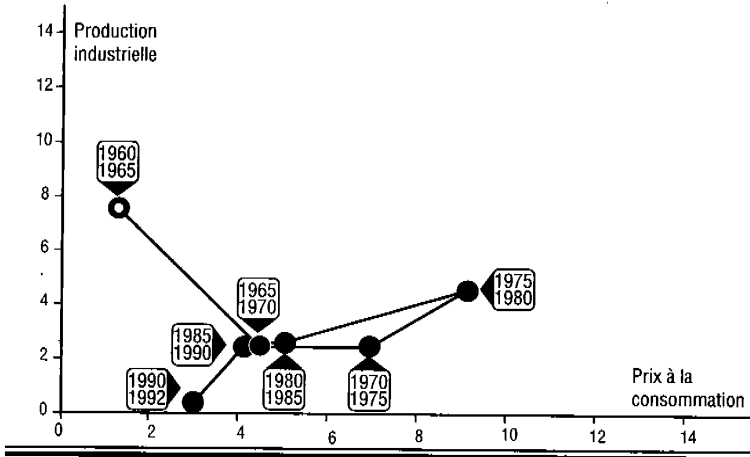
(de 14 à 10,8 %). Dès 1988 cependant, les taux d'épargne vont connaître une progression soutenue pour parvenir à 13,4 % fin 1992. L'évolution est la même pour les capacités de financement des ménages, en plus marquée : celles-ci sont divisées par 3 de 1985 en 1987 où elles atteignent un minimum de 52 milliards, puis elles sont multipliées par 4 ensuite pour avoisiner les 200 milliards fin 1992. La demande de crédit a dès lors vraisemblablement joué un rôle d'amplificateur, en accentuant les effets de la baisse puis de la hausse des taux d'épargne sur les capacités de financement des ménages : le flux des prêts à moyen et long terme et à court terme connaissent une vive progression jusqu'en 1987, (1989 pour les prêts courts), pour diminuer ensuite. Les prêts à court terme sont ainsi divisés par 2,6 entre leur pic de 1989 et 1992, où ils atteignent 100 milliards, les prêts à moyen et long terme sont divisés par 5 entre leur pic de 1987 et 1992 où ils atteignent 41 milliards. Au total, le montant des taux d'épargne pourrait donc s'interpréter en partie comme la conséquence d'une volonté des ménages de restaurer leurs capacités de financement pour endiguer la forte progression des emprunts, en particulier des prêts à court terme, dont le coût en terme de charge d'endettement devient prohibitif dans un contexte de taux d'intérêt élevés.

Désormais, les éléments semblent donc en place pour que la contrainte financière qui justifie des taux d'épargne élevés et de faibles taux d'investissement se desserre progressivement. La baisse récente des taux d'intérêt devrait accélérer ces mouvements. La recherche d'une structure financière plus équilibrée est le résultat d'un contexte de coût du crédit élevé et les ajustements en cours, qui portent sur les flux d'endettement, produisent avec retard leurs effets sur le stock de dettes, donc sur les contraintes d'endettement. Mais la baisse des taux d'intérêt, qui joue à la fois sur le coût d'opportunité du crédit et la charge de la dette accumulée, devrait réduire le coût de l'endettement tout en desserrant la contrainte financière. La pression exercée par la charge d'endettement sur les taux d'investissement devrait donc se réduire et favoriser ainsi, à perspectives de demande données, la remontée de l'investissement. De même, pour les ménages, ce contexte nouveau devrait favoriser la réduction des taux d'épargne.

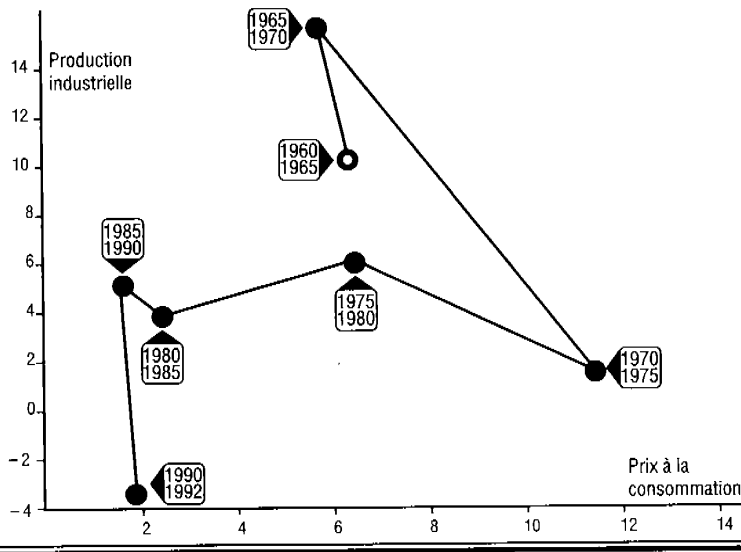
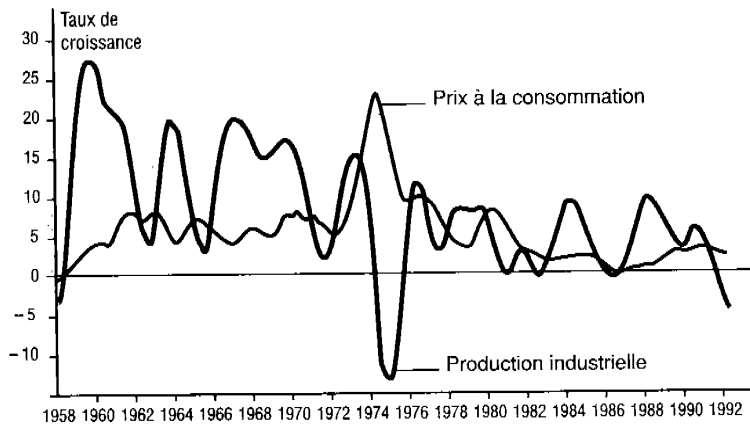
Graphique 1
Etats-Unis



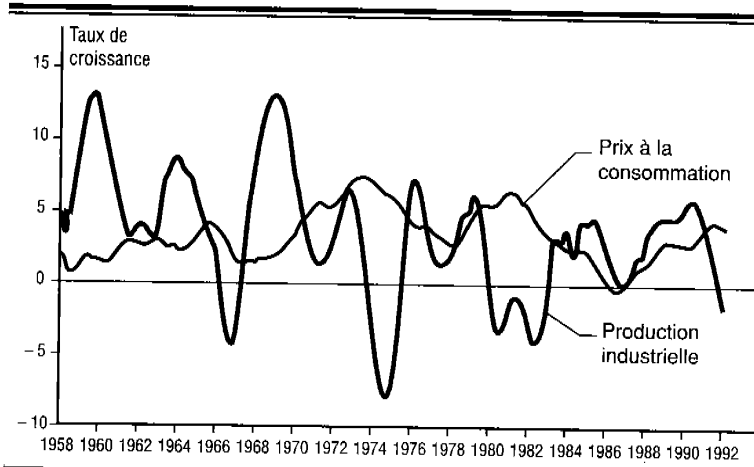
80



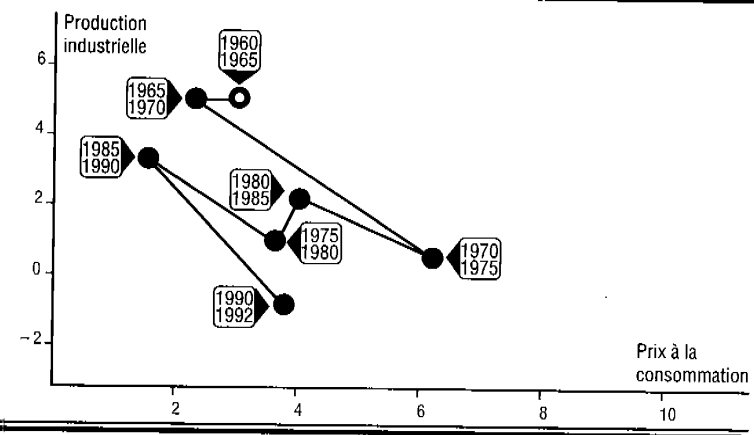
Graphique 2
Japon



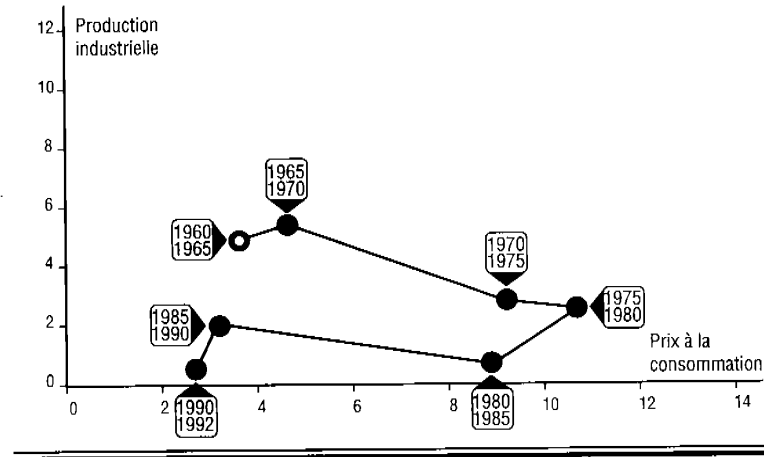
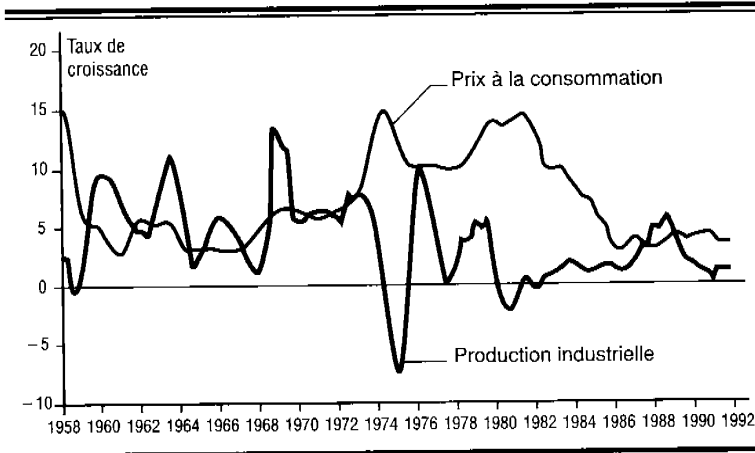
Graphique 3
 Allemagne



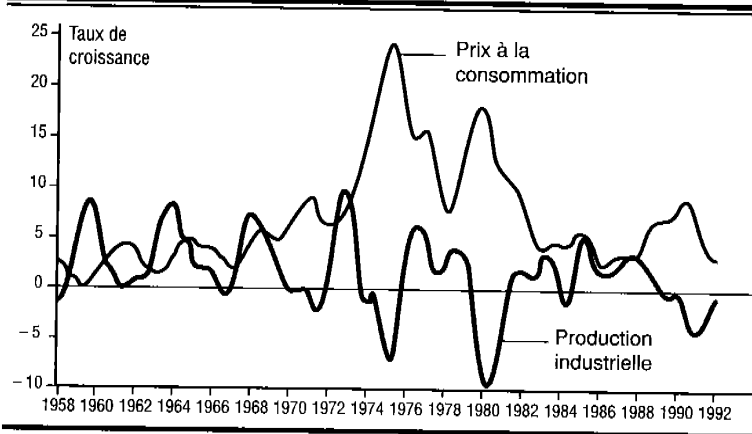
82



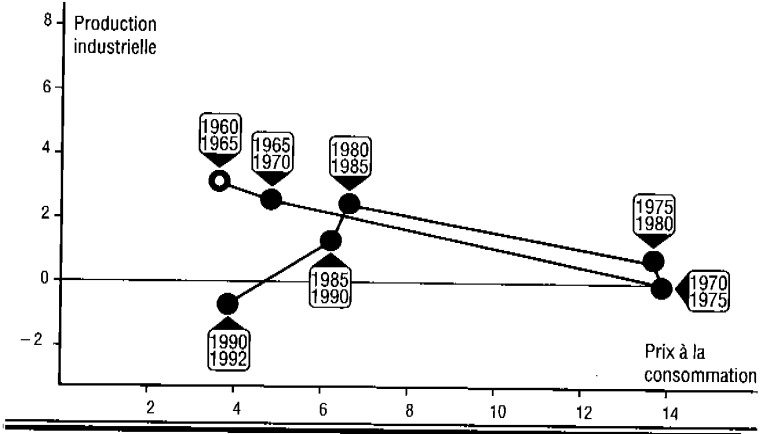
Graphique 4
France



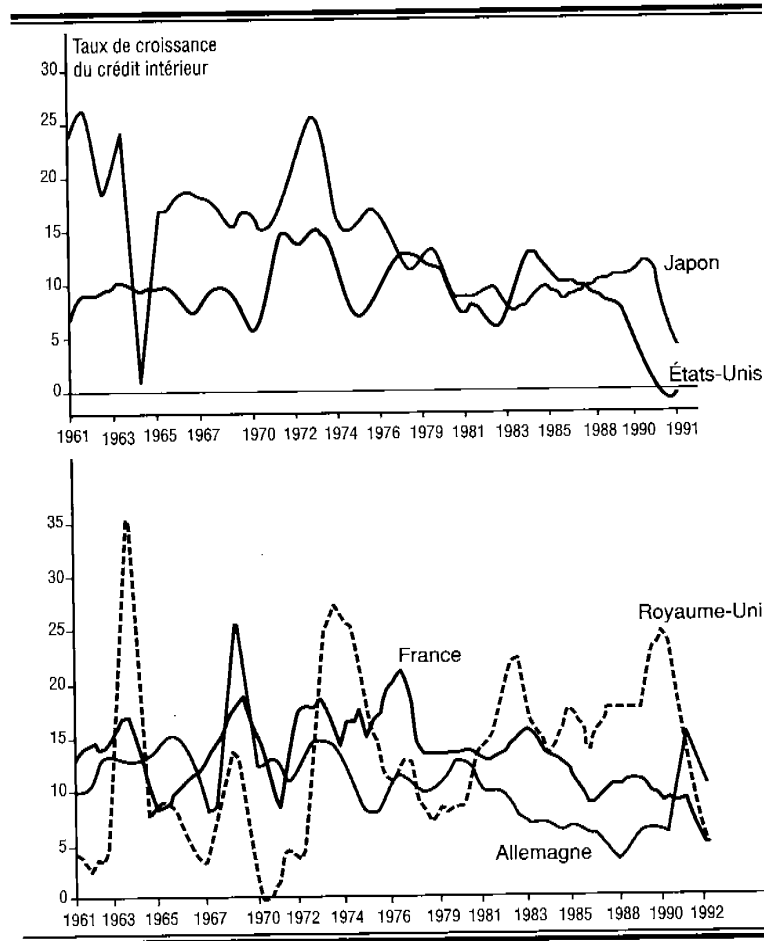
Graphique 5
Royaume-Uni



84

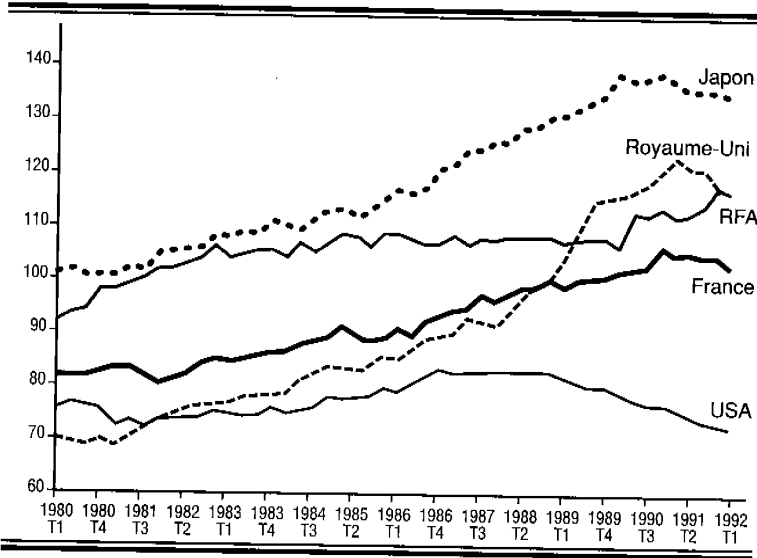


Graphique 6
Ampleur du "credit crunch"



Graphique 7

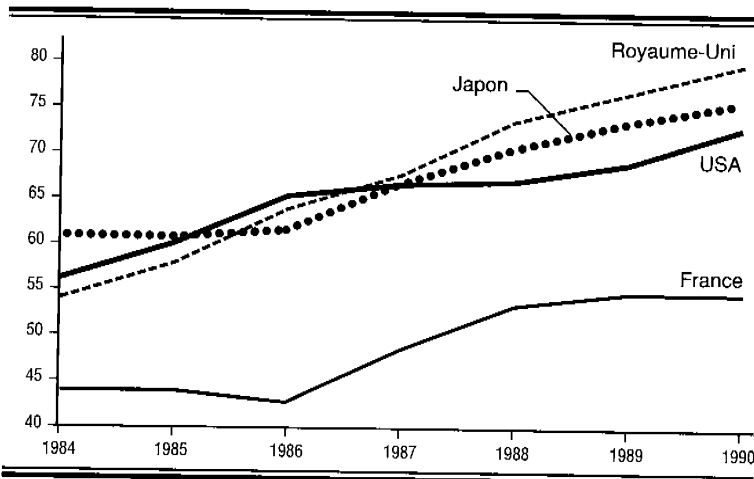
Rapport du crédit intérieur au PIB / PNB



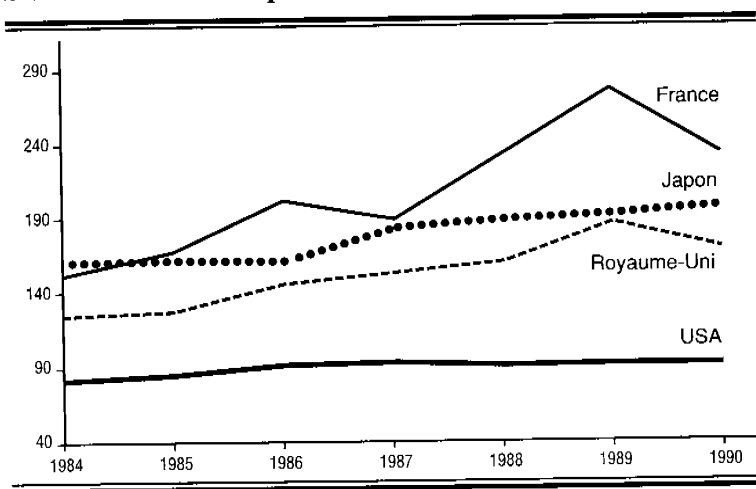
86

Graphique 8

Endettement des ménages sur PIB



Graphique 9

Endettement des entreprises sur PIB**RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES**

- Akerlof G. «The market for Lemons : Quality Uncertainty and the Market Mechanism», *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp 488-500, 1970.
- Artus P. «Amplification des cycles : le rôle des facteurs financiers, des rigidités et des anticipations», *Recherches économiques de Louvain* 58 (2), 1992.
- Bernanke B.S. «Non monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression», *American Economic Review*, 73, pp 257-276, 1983.
- Eckstein et Sinai « The Mechanisms of the Business Cycle in The Postwar Era », dans *The American Business Cycle*, ed Gordon, NBER, The University of Chicago Press, 1986.
- Fisher I. «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica*, vol 1, pp 337-357, 1933.
- Feldstein M (ed). *The Risk of Economic Crisis*, NBER, The University of Chicago Press, 1991.
- Friedman B. «The risks of Financial Crisis», in Feldstein, op.cit.
- Friedman M., Schwartz A.J. *A Monetary History of the United States, 1867/1960*, Princeton University Press, 1963.
- Garnier O. «La «debt-recession» américaine de 1990-1991», *Revue d'économie financière*, 1991.
- Hubbard R.G. (ed). *Financial Markets and Financial Crises*, NBER, The University of Chicago Press, 1991.

- Jacob H. «Depression-déflation ou croissance sans inflation ?» *Les cahiers verts de l'économie*, n° 56, mars 1993.
- Jacollin L. et Odonnat L. «Le ralentissement du crédit en France en 1991 : «credit crunch» ou flechissement de la demande ?», Banque de France, SASM 92.50/2 (502), 1992.
- Kindleberger C.P. *Manias ; Panics and Crashes : A History of Financial Crisis*, New-York, Basic Books, 1978.
- Maillard D. «La debt recession» à la française», *Conjoncture*, DEEF-Paribas, octobre 1992.
- Mallkiw N.G. «The Allocation of Credit and Financial Collapse», *Quarterly Journal of Economic*, 101, pp 455-470, 1986.
- Minsky H.P. «Financial Stability Revisited : The Economic of Disaster». in *Reappraisal of The Discount Mechanism*, vol 3, Washington D.C., Board of Governors of The Federal System, 1972.
- Nguyen The Vam «L'évolution des crédits bancaires en France : «crédit crunch» ou retour à la normale ? ». *Lettre de conjoncture de la BNP* février, 1992.
- Stiglitz J., Weiss A. «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», *American Economic Review*, 71, pp 393-410, 1981.
- Summers L.H. «Taxation and corporate debt», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 2, pp 41-51, 1989.