

# LA « DEBT-RECESSION » AMÉRICAINE DE 1990-1991

OLIVIER GARNIER,

ADMINISTRATEUR DE L'INSEE ET VISITING ECONOMIST,  
FEDERAL RESERVE BOARD WASHINGTON, DC \*

Toutes les grandes contractions économiques survenues aux Etats-Unis au XIX<sup>e</sup> siècle et avant la Deuxième Guerre mondiale ont été associées à des crises financières majeures<sup>1</sup>. Cependant, les réformes institutionnelles introduites à la suite de ces différents épisodes (et notamment la création de l'assurance dépôts en 1934) ont permis d'éviter depuis lors la réapparition de telles crises. Aussi les analyses dominantes des fluctuations macro-économiques de l'après-guerre ont-elles porté essentiellement sur la sphère réelle. Pourtant, même si moins spectaculaires que par le passé et largement ignorés, par les macro-économistes, les facteurs financiers ont continué à jouer un rôle dans le cycle d'activité. Ainsi, Wojnilower (1980) a montré que toutes les récessions de l'après-guerre ont été précédées ou accompagnées par un *credit crunch*, c'est-à-dire par une contraction de l'offre de crédits. De façon encore plus précise, Eckstein et Sinai (1986) ont mis en évidence un cycle financier endogène (*flow of funds cycle*)<sup>2</sup> et en complète interaction avec le cycle réel. Selon leur description, les facteurs financiers interviennent non seulement comme mécanisme d'impulsion (le *crunch*) du cycle global d'activité, mais aussi comme mécanisme de propagation : les fluctuations des revenus d'activité entraînent des mouvements procycliques de la liquidité et de la solvabilité des agents, qui réagissent en retour sur le niveau de la dépense et de l'activité.

Ces analyses enseignent aussi que les *crunches* prennent à chaque fois une forme nouvelle. En effet, après chaque épisode, les autorités monétaires introduisent des réformes institutionnelles visant à éliminer les causes du précédent *crunch*, tandis que simultanément des innovations financières

89

\* Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement celles du Federal Reserve Board ou de l'INSEE.

<sup>1</sup> Voir Kindleberger, 1978.

<sup>2</sup> Ce cycle financier comporte trois grandes étapes : accumulation, crunch et reliqufaction.

apparaissent pour profiter — ou se protéger — des nouvelles réglementations ou procédures. Cette transformation continue du cadre institutionnel et des marchés financiers rend plus difficile la mise en évidence de régularités au sein de la sphère financière, et explique peut-être pourquoi ces dernières ont été moins étudiées — voire négligées — par rapport à celles relatives à la sphère réelle<sup>3</sup>.

Plus encore que les précédentes, la récession survenue aux Etats-Unis en 1990-1991 fournit une illustration exemplaire du rôle des structures financières — et des conséquences de leurs transformations — dans le cycle d'activité. Sur la base des seuls facteurs réels, cette récession n'aurait pas dû se produire : le choc pétrolier associé à la guerre du Golfe a été somme toute mineur, et n'aurait guère dû affecter une économie ne présentant pas de signe de déséquilibres excessifs. En outre, le faible niveau des stocks ne pouvait laisser prévoir la mollesse de la reprise observée au second semestre 1991. C'est en fait du côté de la sphère financière qu'il faut rechercher les mécanismes à la fois d'impulsion et de propagation de cette récession, comme en témoigne la contraction sans précédent des flux de dettes. Une fois encore, le *crunch* a pris une forme inédite. Même s'il y a effectivement eu une diminution de l'offre de crédits bancaires résultant de l'insuffisante capitalisation des institutions financières, celle-ci ne peut expliquer pourquoi les flux de crédits non-intermédiés ont aussi diminué, d'autant que les innovations financières (titrisation, en particulier) ont rendu plus facile l'accès à ces autres sources de financement.

Selon la thèse que nous développerons dans cet article, l'origine principale de ce *crunch* se trouve non pas du côté de l'offre, mais du côté de la demande de crédits et de l'énorme montant de dettes accumulées au cours des années quatre-vingt par toutes les classes d'emprunteurs. La récession de 1990-1991 peut être interprétée comme ce que nous appellerons une *debt-recession* par analogie au phénomène de *debt-deflation* décrit par Fisher (1933) à propos de la Grande Dépression des années trente.

Une *debt-deflation* se produit dans une économie surendettée lorsqu'une baisse brutale des cours des actifs et/ou du niveau général des prix compromet la solvabilité des emprunteurs, et contraint ceux-ci à vendre à perte leurs actifs et à interrompre leurs dépenses, renforçant par là même le choc initial. En outre, la multiplication des défaillances des emprunteurs affecte à son tour la solvabilité des institutions financières, et peut donner lieu à des paniques bancaires réduisant encore la liquidité de l'économie. Néanmoins, les possibilités d'intervention de la Banque centrale et les mécanismes d'assurance-dépôts rendent aujourd'hui beaucoup moins probables (même si pas totalement impossibles) de tels enchaînements.

3 Ces changements institutionnels rendent, par exemple, difficiles l'utilisation de tests économétriques.

Une *debt-recession* résulte quant à elle non pas d'une crise de solvabilité, mais d'une montée de l'incertitude sur les revenus d'activité et sur le prix des actifs, et donc finalement sur la capacité future à assurer le service de la dette en cas d'« accident ». Dans ce cas, les emprunteurs (et éventuellement aussi les prêteurs) sont guidés non pas par la panique, mais par la prudence, qui les incite à réduire leurs dépenses et à se désendetter pour réduire leur risque d'illiquidité. Une telle récession peut donc se produire en l'absence de tout choc réel ou financier majeur, et se caractérise plus par sa persistance (les réaménagements de bilan prenant du temps) que par sa brutalité.

Cette interprétation en termes de *debt-recession* permet d'expliquer non seulement la sensibilité apparemment excessive de l'économie américaine au regard du choc subi, mais aussi le contraste entre la morosité extrême relevée dans l'opinion publique et la « douceur » relative de la récession (celle-ci a été l'une des moins sévères de l'après-guerre aussi bien en termes de recul de la production que d'augmentation du chômage). En fait, pour la première fois, la fin « technique » de la récession ne signifie pas le retour de la croissance et de la prospérité : l'économie américaine se trouve depuis début 1989 (soit depuis plus de trois ans) dans une phase de croissance lente (*growth recession*), et celle-ci est encore loin d'être achevée en raison des déséquilibres financiers qui subsistent. En outre, face à cette situation largement inédite, l'administration fédérale ou le congrès apparaissent largement impuissants. D'une part, la politique monétaire se révèle peu efficace : les agents n'empruntent pas tant parce que le crédit est trop cher, mais parce que leurs fonds propres et leur liquidité sont insuffisants. D'autre part, une relance budgétaire ne semble ni possible (en raison de l'excès d'endettement du gouvernement lui-même), ni souhaitable : elle ne ferait que retarder — et rendre encore plus douloureux — les ajustements financiers nécessaires.

91

Le plan de cet article est le suivant. Dans la première partie nous présenterons les modèles théoriques qui serviront de base à notre analyse et qui mettent en évidence l'ambivalence de la dette : d'un côté elle permet de réduire les inefficiences micro-économiques inhérentes aux problèmes d'information asymétrique sur les marchés financiers, mais de l'autre elle est source d'instabilité macro-économique. Dans la seconde partie, nous comparerons la récession de 1990-1991 à celles qui l'ont précédée, et montrerons qu'elle ne peut s'expliquer par les mécanismes observés dans le passé. La troisième partie reliera les singularités de cette récession aux transformations intervenues dans les structures financières de l'ensemble des agents au cours des années quatre-vingt, qui illustrent le dilemme efficacité/instabilité souligné dans la partie théorique. Nous terminerons par quelques remarques conclusives sur les implications d'une telle situation de *debt-recession* pour la politique économique.

Il convient de préciser que nous avons délibérément exclu de notre champ d'analyse le rôle joué par la situation précaire des intermédiaires financiers américains : les contraintes financières affectant les entreprises, les ménages et les administrations publiques nous paraissent être le facteur dominant pour comprendre la récession de 1990-1991<sup>4</sup>.

*Réexamen des fondements micro-économiques  
et des conséquences macro-économiques de la dette*

Quelles sont les conséquences sur l'économie réelle des innovations financières, de la désintermédiation, de l'augmentation des ratios d'endettement, ... ? Paradoxalement, aussi bien la théorie macro-économique traditionnelle que ses développements les plus récents n'apportent quasiment aucune réponse à ces questions.

*Une macro-économie sans finance ?*

Les modèles keynésiens qui ont dominé l'après-guerre portent essentiellement sur la sphère réelle ; les facteurs financiers n'interviennent qu'à travers l'arbitrage entre monnaie et titres (« préférence pour la liquidité ») ; l'hypothèse de parfaite substituabilité entre ces derniers et le capital physique rend complètement « transparents » les marchés financiers et l'intermédiation financière. La politique monétariste a certes accordé la primauté du monétaire sur le réel, mais en faisant de la quantité de moyens de paiement l'*alpha* et l'*omega* des fluctuations économiques, elle a finalement renforcé l'ostracisme visant les facteurs financiers (par opposition aux facteurs monétaires).

Par ailleurs, la remise en cause de la macro-économie traditionnelle et le projet de reconstruire celle-ci sur les seuls principes de l'équilibre concurrentiel intertemporel (de type Arrow-Debreu) a poussé encore plus loin cette logique. Elle a débouché au cours des années quatre-vingt sur les modèles du cycle réel (*real business cycle*) dans lesquels les fluctuations macro-économiques sont expliquées exclusivement par des chocs sur la productivité, où la monnaie et la finance sont complètement neutres :

— l'hypothèse de parfaite flexibilité des prix implique que la monnaie n'affecte pas l'activité ;

— l'hypothèse de marchés financiers parfaits (ou plus exactement d'un système complet de marchés contingents) permet, selon le célèbre théorème de Modigliani-Miller, de déconnecter complètement les décisions réelles et financières.

<sup>4</sup> Le numéro d'automne 1991 de la revue contient aussi plusieurs articles consacrés à la situation des banques et des caisses d'épargne américaines.

Les « nouveaux Keynésiens » ont certes cherché à relever ce défi et à reconstruire une théorie d'inspiration keynésienne sur des bases micro-économiques solides. Cependant le débat avec les « nouveaux classiques » a porté essentiellement sur la question de la neutralité de la monnaie et de la flexibilité des prix, et donc sur le fonctionnement des marchés des biens et du travail plutôt que sur celui des marchés financiers. Aussi deux problèmes tout aussi essentiels ont-ils été laissés de côté :

1) Pourquoi et comment la monnaie affecte-t-elle l'économie, que ce soit les prix ou l'activité ?

Malgré l'objectif général de fondements micro-économiques exprimé par ailleurs, le traitement de la sphère non réelle demeure aussi sommaire dans les modèles les plus récents que dans les modèles traditionnels : la fixité de l'offre de monnaie constitue la seule contrainte « financière », et la spécificité de la monnaie comme moyen de paiement par rapport aux autres actifs financiers reste introduite de façon exogène et nullement dérivée de calculs micro-économiques. D'une part, il apparaît paradoxal que les agents privés, supposés par ailleurs parfaitement rationnels, n'introduisent pas des techniques ou des substituts permettant de contrecarrer les mouvements de l'offre de monnaie (ce qu'ils ont d'ailleurs fait avec, par exemple, les comptes *Now*). D'autre part, même si l'on admet — ou même justifie — cette « imperfection »<sup>5</sup>, rien ne prouve qu'il n'existe pas aussi des imperfections sur les marchés financiers, affectant davantage encore l'activité ou les prix.

93

2) Pourquoi et comment les chocs temporaires sur l'activité (qu'ils soient nombreux ou réels) se propagent-ils et s'amplifient-ils au cours du temps ?

Dans les modèles d'équilibre du cycle réel, l'ajustement aux chocs s'opère non seulement par les prix, mais aussi par les arbitrages intertemporels. La rigidité des prix et des salaires, lorsqu'elle est introduite, permet certes d'expliquer pourquoi un choc temporaire sur la demande peut se traduire par des déséquilibres et du sous-emploi, mais ceux-ci devraient être très largement amortis par les possibilités de transferts intertemporels que procurent les marchés financiers. En fait, bien qu'ils aient suscité récemment moins d'intérêt que les ajustements « prix-salaires », les mécanismes de type « multiplicateur-accélérateur », qui étaient à la base de la théorie traditionnelle des cycles<sup>6</sup>, se révèlent tout aussi cruciaux. Or, ils sont incompatibles avec l'hypothèse de marchés financiers parfaits.

Reprenant la démarche initiale des « nouveaux keynésiens », mais

<sup>5</sup> La spécificité de la monnaie comme moyen de paiement peut être justifiée par des considérations d'information : la monnaie, contrairement au crédit, ne requiert aucune information sur la solvabilité du payeur. Néanmoins, cet argument n'explique pas pourquoi la monnaie ne porte pas intérêt.

<sup>6</sup> Voir Samuelson, 1939.

l'étendant aux marchés financiers, un nouveau courant de recherche s'est justement donné pour objectif de fonder micro-économiquement les imperfections financières et d'en réexaminer les conséquences macro-économiques<sup>7</sup>. Plus précisément, il s'agit de revenir sur le théorème de Modigliani-Miller en cherchant à justifier de façon endogène l'existence des institutions et des contraintes financières. Deux voies ont été empruntées ; elles ont pour point commun de remettre en cause l'hypothèse de marchés financiers « complets » (au sens d'Arrow-Debreu) en prenant en compte les problèmes d'information asymétrique inhérents à la relation prêteur-emprunteur.

*Pourquoi les intermédiaires financiers existent-ils et ne sont-ils pas un « voile » ?*

La première approche, dans la tradition de la théorie des fonds prêtables — de Gurley-Shaw, vise à justifier l'existence de l'intermédiation financière et à étudier les conséquences de l'imparfaite substituabilité entre les crédits bancaires et non-bancaires.

Du fait de l'information imparfaite sur la qualité et sur le comportement des emprunteurs, le fonctionnement des marchés financiers est altéré par des problèmes de « sélection adverse » et d'« aléa moral ». En se spécialisant (et en exploitant les économies d'échelle correspondantes) dans l'évaluation et la supervision des emprunteurs, les banques émergent de façon endogène comme un moyen de minimiser ces distorsions<sup>8</sup>. Elles offrent ainsi une prestation spécifique, en particulier à certains emprunteurs (comme les PME) pour lesquels les coûts informationnels seraient prohibitifs s'ils cherchaient à emprunter directement sur les marchés.

Cette analyse présente l'intérêt d'introduire un nouveau canal de transmission de la politique monétaire, qui passe non pas par le passif des banques (monnaie) mais par leur actif (prêts)<sup>9</sup>. Le renchérissement du coût de leurs ressources en cas de resserrement de la politique monétaire contraint les banques à réduire la taille de leur actif et donc, en particulier, leur offre de prêts. En conséquence, les emprunteurs qui ne peuvent (ou à un coût trop élevé) se procurer des financements de remplacement sur les marchés devront réduire leurs dépenses. Ainsi la politique monétaire peut significativement influencer l'activité même si la monnaie est un proche substitut des titres, et même si le taux d'intérêt sans risque varie peu. L'attrait de ce type de modèle est d'être conforme à l'évidence empirique citée par Wojnilower (1980), selon laquelle la politique monétaire agirait sur l'économie davantage en affectant la disponibilité plutôt que le coût du

7 Pour un survey général de ce nouveau courant, voir Gertier, 1988.

8 Voir Diamond, 1984, et Fame, 1985.

9 Voir Blinder-Stiglitz, 1983 et Bernanke-Blinder, 1988.

crédit. En outre, et cela est particulièrement important dans le débat actuel sur le *credit crunch*, une dégradation du capital des banques ou un resserrement de leurs ratios prudentiels se traduit, dans ce modèle, par le même type d'effet sur l'activité qu'un resserrement de la politique monétaire.

Cependant, de même que les innovations financières ont rendu plus floue la distinction entre monnaie et titres, et ont ainsi affaibli la relation entre monnaie et activité, le processus de titrisation tend à estomper la distinction entre crédits intermédiés et non-intermédiés, rendant ainsi cette analyse moins pertinente que par le passé. C'est pourquoi nous allons privilégier une deuxième approche qui correspond mieux à une économie de marchés financiers (par opposition à une économie d'endettement) et qui consiste à mettre l'accent sur la distinction entre fonds propres et dette.

*Les gains micro-économiques associés à la dette et au risque d'illiquidité*

Plutôt que de recourir à des procédures d'évaluation et de supervision, une manière alternative de résoudre les problèmes d'information entre emprunteurs et prêteurs consiste à introduire des contraintes incitant les emprunteurs à révéler leur information privée et à se comporter de façon conforme aux intérêts des prêteurs.

La structure financière des entreprises peut jouer ce rôle de contrainte incitative. Dans la théorie traditionnelle de la firme, les actionnaires ont pour fonction de prendre le risque en capital, et leur rémunération est complètement contingente aux résultats de l'entreprise. Cependant, si les actionnaires ne peuvent distinguer dans les performances de l'entreprise ce qui résulte des aléas externes (qu'ils ont vocation à assurer) et ce qui résulte des décisions du manager (dont les objectifs ne sont sans doute pas les mêmes), il apparaît une situation dite de *principal-agent* : l'assurance fournie par les actionnaires réduit l'incitation pour le manager (et même pour l'ensemble du personnel) à maximiser quoi qu'il arrive la rentabilité de l'entreprise. Une structure de financement mixte dettes-actions constitue une réponse à ce problème<sup>10</sup> : le risque de ne pouvoir couvrir le service de la dette (qui, contrairement aux dividendes, n'est pas contingent) exerce une contrainte incitative sur le manager si la faillite est coûteuse pour celui-ci. Selon cette analyse, la dette — et le risque de faillite associé — permettent donc de réduire les inefficiences micro-économiques. Cet argument a été utilisé par Jensen (1988) dans sa théorie du *free cash flow* pour justifier les opérations de LBO ou de fusions-acquisitions conduisant à substituer de la dette à du capital : la nécessité d'accroître les *cash flows* futurs pour rembourser la dette accroît l'efficacité des entreprises.

<sup>10</sup> Voir Jensen-Heckling, 1976.

Les problèmes d'information asymétrique peuvent aussi expliquer la forme que prennent les contrats de dette eux-mêmes<sup>11</sup>. Plutôt que de laisser la possibilité à l'emprunteur d'interrompre ou de diminuer ses remboursements en cas de difficultés (celles-ci étant coûteuses à observer pour le prêteur), les contrats stipulent des paiements fixes sous peine de saisie du collatéral et/ou de sanctions (y compris non pécuniaires). De même, dans la mesure où ceci reviendrait à une dette contingente, l'emprunteur ne peut à discrétion souscrire de nouveaux prêts pour remédier à ses difficultés de paiement. Il convient néanmoins de préciser que, selon le degré de supervision exercé par le prêteur, les termes du contrat ne seront pas les mêmes. Par exemple, dans la mesure où le banquier est en relation étroite avec son client, un crédit bancaire pourra offrir davantage de possibilités de renégociation qu'un crédit obtenu sur un marché. Cela signifie en particulier qu'un accès plus facile aux marchés financiers peut avoir pour contrepartie une moindre « liquidité » de la dette.

Bien évidemment, toutes ces considérations ne s'appliquent pas seulement aux entreprises, mais peuvent être généralisées à l'ensemble des agents emprunteurs. Le capital humain étant encore plus sujet que celui des entreprises à des problèmes d'information, les ménages ont encore moins de possibilités de financements contingents<sup>12</sup>. Ainsi, les contraintes de liquidité introduites de façon exogène dans la théorie keynésienne de la consommation sont en fait la conséquence de l'impossibilité d'assurer complètement le capital humain.

Soulignons aussi que, contrairement au théorème de Ricardo-Barro relatif à l'équivalence entre dette et impôt (qui constitue l'analogue pour les finances publiques du théorème de Modigliani-Miller), l'Etat est lui aussi soumis à des contraintes financières. Certes, en théorie, le risque d'illiquidité de l'Etat est nul : il peut toujours reprendre d'une main — par l'impôt — ce qu'il verse de l'autre sous forme d'intérêts. Néanmoins, dès lors que le taux d'imposition ne peut dépasser un certain maximum (courbe de Laffer), la « capacité fiscale » de l'économie, qui constitue le collatéral sur lequel est gagée la dette publique, est bornée, et donc aussi la capacité d'endettement public<sup>13</sup>. Dans ce cas, la contrainte à laquelle est soumise l'Etat ne résulte pas directement de problèmes informationnels mais des distorsions introduites par la taxation. On peut toutefois souligner que les arguments de Jensen peuvent aussi être appliqués aux finances publiques : si les

11 Voir Townsend, 1979 et Gale-Hellwig, 1985.

12 Seul l'esclavage pourrait rendre possible l'existence de marchés à terme du capital humain, mais il est bien sûr proscrit par la loi.

13 Outre l'impôt, l'Etat peut recourir à l'inflation pour rembourser sa dette. Mais ce mode de financement est lui aussi limité : il existe aussi une « courbe de Laffer » pour les recettes de seigneurage ; les détenteurs de titres publics peuvent se protéger contre une hausse « surprise » du niveau général des prix en exigeant des primes de risque plus élevées dans les taux d'intérêt.

« actionnaires » que sont les contribuables n'ont qu'une information imparfaite sur les décisions relatives aux dépenses publiques, un plus haut ratio d'endettement public (accompagné de la menace d'une sanction politique en cas de relèvement des impôts) pourra forcer le gouvernement à mieux contrôler ses dépenses.

*L'instabilité macro-économique résultant de la dette et du risque d'illiquidité*

Selon les analyses qui viennent d'être présentées, les contraintes imposées par la dette apparaissent comme une réponse optimale aux problèmes informationnels intrinsèques à la relation prêteur-emprunteur, et contribuent ainsi à améliorer l'efficacité micro-économique. Néanmoins, du fait qu'il s'agit d'un optimum de second rang, ce gain a nécessairement une contrepartie. Le financement par la dette — par opposition à un financement par actions ou par titres contingents — oblige l'emprunteur à supporter au moins partiellement non seulement le risque inhérent à ses propres actions (risque idiosyncratique), mais aussi celui inhérent aux aléas purement externes (risque macro-économique). D'où l'externalité suivante : du fait qu'ils affectent la capacité à rembourser les dettes, les chocs macro-économiques et le cycle d'activité vont être exacerbés par les contraintes financières.

97

Pour comprendre les conséquences macro-économiques de la dette, il convient tout d'abord de rappeler qu'une économie à marchés financiers complets se révèle « excessivement » stable : il n'existe pas de mécanismes de propagation et d'amplification des chocs. Tout choc temporaire peut en effet être étalé dans le temps grâce aux possibilités de transferts intertemporels des ressources. Ainsi, par exemple :

- la demande d'investissement ne dépend que de la valeur de la firme, c'est-à-dire que du niveau « permanent » d'activité et du taux d'intérêt réel ;
- la demande de consommation ne dépend que de la valeur actualisée des revenus sur l'ensemble du cycle de vie, ou encore du revenu « permanent » et du taux d'intérêt réel.

Néanmoins deux types de difficultés apparaissent lorsqu'on confronte ces mécanismes théoriques aux faits. Tout d'abord, les études économétriques établissent que tant l'investissement que la consommation sont « excessivement sensibles » aux variations temporaires de l'activité ou des revenus, et « excessivement insensibles » aux variations anticipées des niveaux permanents de ces variables ; en outre, l'effet des taux d'intérêt apparaît souvent peu significatif. En second lieu, les caractéristiques observées du cycle d'activité apparaissent incompatibles avec ces mécanismes. Par exemple, l'investissement fluctue en pratique beaucoup plus que l'activité, alors que cela devrait être l'inverse en théorie (d'autant plus que les mouvements

procycliques du taux d'intérêt devraient par ailleurs fournir aux entreprises une incitation à investir de façon contra-cyclique)<sup>14</sup>.

Qu'en est-il dans une économie avec marchés financiers incomplets ? Dans ce cas, les agents doivent s'auto-assurer contre les risques macro-économiques en accumulant de l'épargne et de l'autofinancement de précaution<sup>15</sup>. Les propensions à consommer, à investir et à produire deviennent alors endogènes et dépendent à la fois<sup>16</sup> :

— de la capacité à absorber les risques, c'est-à-dire du montant de fonds propres déjà accumulés (tout au moins de ses composantes les plus liquides), qui représentent une réserve de précaution (*buffer stock*) ;

— du degré d'incertitude concernant l'environnement futur (revenus, taux d'intérêt, prix des actifs...).

Il en résulte que les structures financières vont intervenir dans le cycle d'activité à la fois comme mécanismes de propagation et d'impulsion.

— Les mécanismes de propagation et de persistance

La réaction à un choc macro-économique va dépendre de la situation financière initiale. Lorsque les fonds propres sont très élevés et donc que le risque d'illiquidité est très faible, les agents pourront tirer sur leurs réserves pour amortir le choc comme dans le cas d'une économie à marchés financiers complets. En revanche, lorsque les fonds propres sont bas, les décisions économiques seront excessivement sensibles à des chocs temporaires sur le revenu et l'activité<sup>17</sup>. Ainsi, plus l'endettement est privilégié par rapport à l'autofinancement (pour des raisons d'efficacité), plus l'économie sera instable.

14 Il convient de préciser que l'hypothèse de rigidité des prix et des salaires ne résoudrait pas ce problème. Un choc temporaire sur la demande se traduirait certes alors par une sous-utilisation des capacités de production, mais dans la mesure où celle-ci ne serait pas permanente (les prix s'ajustant après un certain temps) et où le coût marginal du capital serait plutôt bas pendant cette période, l'investissement devrait dans ce cas moins fluctuer que l'activité.

15 Une économie avec marchés financiers incomplets s'apparente tout à fait à ce que Hicks, 1974, appelle le secteur autofinancé (auto-sector) par opposition au secteur à découvert (overdraft sector). Cette typologie a traditionnellement été interprétée en terme d'opposition entre une « économie de marchés financiers », où les agents se financent directement sur les marchés, et une « économie d'endettement », où ceux-ci sont endettés auprès des banques. Cependant, selon la définition originale donnée par Hicks, la différence première entre « secteur autofinancé » et « secteur à découvert » est que le premier doit assurer lui-même sa liquidité en disposant d'une réserve d'actifs (reserve assets), tandis que le second dispose d'une garantie de liquidité sous la forme d'un pouvoir à l'emprunt (borrowing power) auprès des banques. Le niveau de la dépense globale et de l'activité sera donc essentiellement déterminé par la situation des bilans des agents non-financiers dans le premier cas, et par la politique monétaire (via l'offre de crédits bancaires) dans le second cas.

16 Pour le comportement des ménages, voir les modèles d'épargne de précaution avec contraintes de liquidité de Scheinkman-Weiss, 1986, Zeldes, 1989 et Denton, 1991. Pour le comportement des entreprises, voir les modèles avec rationnement du financement par actions (equity rationing) de Greenwald-Stiglitz-Weiss, 1984 et de Greenwald-Stiglitz, 1988.

17 Le caractère endogène des propensions à investir ou à consommer différencie cette analyse du modèle keynésien de base dans lequel la proportionnalité entre consommation et revenus courants et celle entre investissement et taux de croissance de la production courante sont imposées de façon exogène et sans véritable justification.

Par ailleurs, comme les fonds internes augmentent spontanément avec l'activité, les propensions à consommer ou à investir deviennent procycliques, et introduisent un mécanisme amplificateur des cycles : plus les agents voient leurs revenus d'activité décliner, plus ils sont réticents à s'endetter et à dépenser, ce qui renforce la baisse de l'activité. En outre, l'effet des chocs sera d'autant plus persistant que les agents chercheront à reconstituer leur réserve de précaution avant de revenir à leur niveau normal d'activité.

— Les mécanismes d'impulsion

Dans une telle économie « auto-assurée », une contraction de l'activité peut résulter non seulement d'un choc traditionnel sur la demande ou sur l'offre de biens et services, mais aussi d'un choc sur la richesse nette des agents ou d'un choc d'incertitude.

Un choc sur la richesse nette des agents correspond au mécanisme de *debt-deflation* décrit par Fisher (1933). Une baisse brutale et non anticipée du prix des actifs (ou une baisse du niveau général des prix si la dette est à taux fixe) va démunir les agents d'une bonne partie de leurs réserves de fonds propres, et rendre inopérante cette forme d'assurance. Il en résulte une forte contraction de l'activité et des ventes à pertes d'actifs, qui renforceront les baisses de prix initiales.

Une augmentation de l'incertitude sur les revenus ou sur les prix des actifs peut elle aussi générer à elle seule une récession, que nous avons baptisée une *debt-recession*. En effet, l'augmentation des risques incite les agents à accroître leur réserve de précaution, et donc, à réduire leur activité ou leur dépense. Les mécanismes de propagation sont alors les mêmes que ceux décrits précédemment, et la baisse de l'activité durera aussi longtemps que le stock réserve de précaution n'aura pas atteint le niveau correspondant à la nouvelle perception des risques.

Une telle *debt-recession* peut ainsi survenir en l'absence de tensions initiales dans la sphère réelle et de chocs sur les niveaux moyens des revenus ou des prix des actifs. Elle résulte en fait d'un déséquilibre entre d'une part le montant d'« assurance » dont disposent initialement les agents dans leurs bilans, et d'autre part leur nouvelle appréciation des risques. Ainsi que nous allons le voir, cette situation correspond tout à fait à celle observée au cours de la récession américaine de 1990-1991.

#### *Les singularités de la récession de 1990-1991*

D'après le Comité du National Bureau of Economic Research (NBER) chargé de dater « officiellement » les cycles, la période d'expansion entamée en novembre 1982 se serait achevée en juillet 1990, soit l'une des plus longues périodes d'expansion de l'après-guerre. En raison des incertitudes

qui ont marqué la deuxième partie de l'année 1991, ce Comité ne s'est pas encore prononcé sur la date précise de la fin de la récession. Néanmoins, compte-tenu des derniers indicateurs conjoncturels disponibles, nous ferons ici l'hypothèse — partagée par la plupart des analystes — qu'elle se situe au deuxième trimestre 1991.

*Ralentissement durable de la croissance plutôt que contraction temporaire du niveau de l'activité*

Sous cette hypothèse, comparée aux huit qui l'ont précédée depuis l'après-guerre, cette récession apparaît d'une durée comparable (neuf mois contre onze en moyenne), et surtout d'une ampleur nettement moindre : le PNB réel a baissé d'environ 1,2 % entre le pic et le creux, contre environ 2,6 % pour la moyenne des précédentes ; en outre, la hausse du taux de chômage a été la plus faible de l'après-guerre<sup>18</sup>.

Ces caractéristiques contrastent fortement avec le pessimisme ambiant relevé non seulement dans la presse, mais aussi dans les enquêtes auprès des ménages et des entreprises. En fait, comme souligné par Mc Nees (1992), les singularités de cette récession — et sans doute aussi l'origine de cette morosité — sont plutôt à rechercher en amont (avant le « pic ») et en aval (après le « creux ») : il s'agit de la première récession de l'après-guerre qui soit à la fois précédée et suivie par des périodes de croissance lente.

Si l'on se réfère au concept de cycle de croissance (*growth cycle*)<sup>19</sup> — par opposition à celui de cycle d'activité (*business cycle*) —, il apparaît en effet que :

— Alors que lors des épisodes passés le pic du cycle de croissance précédait en général d'au plus quelques mois celui du cycle d'activité, l'économie américaine est entrée dans une période de croissance lente en février 1989, soit avec une avance de près d'un an et demi. En particulier, au cours des douze mois précédant le début de la récession, le PNB a augmenté cette fois-ci de seulement de 1,3 %, contre en moyenne 3,3 % lors des cycles passés. Contrairement au schéma habituel, cette récession n'a été immédiatement précédée par aucun *boom*, ni par aucun signe de tensions inflationnistes excessives<sup>20</sup>.

18 La plupart des statistiques historiques citées dans cette partie sont extraites de Mc Nees, 1992.

19 A côté du concept traditionnel de cycle d'activité, qui se rapporte à l'alternance des périodes d'expansion et de contraction du niveau de l'activité, le NBER a développé au cours des années soixante le concept de cycle de croissance, relatif aux fluctuations du taux de croissance de l'activité autour d'une tendance de long terme. Il s'agit notamment de tenir compte du fait que les agents économiques sont sensibles aux baisses non seulement du niveau (qui sont devenues plus rares et de moindre ampleur depuis l'après-guerre), mais aussi du taux de croissance de leur activité ou de leurs revenus. En outre, la mise en évidence de la non-stationnarité de la plupart des séries macro-économiques (voir Nelson-Plosser, 1982), qui remet en cause la traditionnelle décomposition entre croissance et fluctuations, renforce l'intérêt d'un tel concept. Pour une chronologie des cycles de croissance depuis l'après-guerre, voir Hoore-Zarnowitz, 1986.

20 La sensible poussée de l'indice des prix à la consommation au début de 1990 ne doit pas être attribuée à des tensions sur l'appareil de prédiction, mais à des événements spécifiques et purement temporaires.

— De même, pour la première fois (si l'on met à part le cas particulier du « double plongeon » de 1980-1982), la fin de la récession ne coïncide pas avec le creux du cycle de croissance, c'est-à-dire avec la fin de la phase de croissance lente. Selon les estimations provisoires actuellement disponibles, le taux de croissance de l'activité entre avril 1991 et avril 1992 a été d'environ 1,5 %, soit de très loin la plus faible reprise depuis l'après-guerre (en moyenne lors des cycles passés, la croissance a été de 7,6 % au cours des douze premiers mois suivant la fin de la récession). Contrairement à une idée répandue, cette faiblesse de la reprise ne peut être attribuée à la relative « douceur » de la récession : l'analyse des cycles précédents ne permet de mettre en évidence aucune corrélation significative entre la sévérité d'une récession et la vigueur de la reprise qui suit.

Cette apparente déconnexion entre le cycle relatif à la croissance et celui relatif au niveau de l'activité est à rapprocher des difficultés rencontrées par les conjoncturistes dans leurs prévisions aussi bien du déclenchement que de la sortie de la récession de 1990-1991 :

— Tandis que dans le passé il s'était retourné en moyenne dix mois avant le pic, l'indice des indicateurs avancés du Department of Commerce ne s'est retourné qu'en juillet 1990, c'est-à-dire au moment même du pic ; en fait, des indicateurs tels que les stocks ou l'emploi industriel, habituellement au plus haut au moment de l'entrée en récession, étaient déjà orientés à la baisse depuis au moins un an. En outre, même après l'invasion du Koweït, sur trente-quatre prévisionnaires interrogés en août 1990 par le *Wall Street Journal*, seul un tiers d'entre eux prévoyait une récession, d'ailleurs en sous-estimant largement son ampleur et sa durée.

101

De même, au printemps 1991, avec la fin de la guerre, la baisse du prix du pétrole et des indicateurs réels bien orientés (en particulier un bas niveau des stocks), quasiment aucun prévisionniste n'avait anticipé l'étiollement de la reprise au quatrième trimestre 1991.

En définitive, les seuls facteurs réels ne permettent pas d'expliquer le profil de la récession de 1990-1991, et en particulier l'atonie de la reprise. Les tensions sur l'appareil de production s'étaient déjà sensiblement résorbées depuis près de deux ans et, dans ce contexte, la hausse du prix du pétrole — somme toute modérée — n'aurait dû avoir qu'un impact minime et temporaire sur l'économie américaine. D'où la nécessité de prolonger l'examen du côté des variables financières.

*Contraction sans précédent des flux de dettes, mais sans les signes habituels de tensions financières*

Bien que l'analyse traditionnelle des fluctuations macro-économiques porte essentiellement sur la sphère réelle, il existe des régularités au moins aussi fortes du côté de la sphère financière. Les variables financières relatives aux

quantités (agrégats de monnaie et de crédit) ou aux prix (taux d'intérêt) tendent non seulement à se comporter de façon nettement procyclique, mais aussi à précéder les points de retournement du cycle d'activité<sup>21</sup>. En particulier, comme déjà mentionné, la plupart des récessions de l'après-guerre ont été accompagnées d'un *crunch*, c'est-à-dire d'une brutale contraction des flux de crédit. La politique monétaire a été le plus souvent à l'origine de tels phénomènes, que ce soit, comme jusque dans les années soixante-dix, par le canal de la quantité de crédit bancaire disponible<sup>22</sup>, ou comme lors des épisodes de 1980-1982, par le canal du coût du crédit.

Comparée à ces régularités, comment la récession de 1990-1991 s'analyse-t-elle ? Deux caractéristiques majeures se dégagent nettement.

#### 1) La plus forte contraction des flux de dettes depuis l'après-guerre

Depuis la célèbre étude historique de M. Friedman et A. Schwartz (1963), le rôle de la monnaie dans les fluctuations économiques est bien connu. Cependant, le processus d'innovations financières et de déréglementation a rendu plus flou les frontières entre les différents agrégats monétaires, et fortement altéré la stabilité de la relation entre ces derniers et l'activité. C'est pourquoi la Réserve Fédérale a décidé depuis 1983 d'ajouter un nouvel agrégat dans la liste de ceux qu'elle supervise et pour lesquels elle annonce chaque année une fourchette d'évolution ; il s'agit de la dette totale détenue par les agents non financiers intérieurs<sup>3</sup>. Cet agrégat présente un double intérêt. D'autre part, comme mis en évidence par B. Friedman (1983), la « vélocité » de la dette est plus stable que celle de la monnaie sur la période de l'après-guerre. Enfin, du fait que cet agrégat inclut l'ensemble des sources de crédit, bancaires ou non, il n'est pas affecté par les phénomènes de type titrisation ou désintermédiation.

Au cours de chaque récession survenue depuis la Deuxième Guerre mondiale, la croissance de la dette non financière a systématiquement été plus faible (environ un à deux points en rythme annuel) qu'au cours de la période d'expansion immédiatement précédente<sup>24</sup>. Ce freinage se retrouve lors de la récession de 1990-1991, mais avec une ampleur sans commune mesure : le taux de croissance de la dette non financière a été à la fois le plus

21 Ces relations de causalité statistique sont d'ailleurs à la base de l'utilisation de ces variables comme indicateurs, ou même comme objectifs intermédiaires, de la politique monétaire.

22 Avant la déréglementation survenue à la fin des années soixante-dix, le cas le plus typique de crédit crunch était le suivant : un resserrement de la politique monétaire conduisait à une baisse des taux d'intérêt de marché au-dessus du niveau plafond réglementaire de rémunération des dépôts ; d'où un retrait massif des dépôts, qui contraignait les intermédiaires financiers, dépourvus de liquidité, à interrompre brutalement leur offre de crédit.

23 Les agents non financiers considérés sont : le gouvernement fédéral, les ménages, les entreprises non financières et les administrations locales. La dette détenue par les institutions financières est exclue dans la mesure où elle est liée à une activité de pure intermédiation, et n'est donc pas en relation directe avec la demande de biens et services. La dette détenue par les étrangers est elle aussi exclue, car sa vocation première est de financer des activités à l'étranger.

24 Voir B. Friedman, 1986.

élevé de toutes les périodes d'expansion (plus de 11 % par an contre une moyenne de 8,2 % lors des cycles antérieurs) et le plus faible de toutes les périodes de récession (4,9 % contre une moyenne de 6,9 %).

Ce phénomène est encore plus marqué si l'on se restreint à la dette non fédérale. Les ménages, les entreprises non financières et les collectivités locales ont accru leur endettement de seulement 2,3 % en 1991 (soit significativement moins que l'augmentation pourtant faible de 3,3 % du PIB nominal), ce qui représente la plus faible progression de toute l'après-guerre. Il convient aussi de noter que le freinage de la dette non fédérale a débuté bien en amont (vers 1987-1988) de la récession proprement dite et tend à se poursuivre au-delà.

L'évolution récente de la dette fédérale est quant à elle perturbée par la montée en régime du coût de l'assurance-dépôts, liée aux faillites des Caisses d'épargne et, dans une moindre mesure, de banques. Ces charges ont contribué pour moitié à l'augmentation du déficit fédéral entre 1989 et 1991. Cependant, le gouvernement ne fait que reprendre à son compte des dettes (et des actifs) qui existaient déjà, mais qui n'étaient pas comptabilisées dans l'agrégat « dette non financière » du fait qu'elles figuraient au passif d'institutions financières. Aussi l'impact au premier ordre de ces opérations sur l'activité est-il quasiment nul. Si, pour cette raison, on exclut le coût de l'assurance-dépôts, la croissance de la dette fédérale apparaît aussi s'être réduite lors de la récession de 1990-1991, à l'inverse de son évolution contracyclique habituelle.

103

## 2) Mais sans aucun signe de tensions dans l'évolution des taux d'intérêt

Afin de construire un nouvel indice d'indicateurs avancés de récession, une étude économétrique du NBER menée par Stock-Watson (1989) a cherché à déterminer de façon systématique quelles variables — aussi bien réelles que financières — avaient le meilleur pouvoir prédictif. Deux variables dominent très nettement toutes les autres :

— la pente de la courbe de taux (plus précisément l'écart entre le taux à dix ans et le taux à un an sur les titres publics), qui systématiquement s'aplatit, voire s'inverse, peu avant le début d'une récession ;

— l'écart de taux courts entre les titres privés et publics (plus précisément l'écart entre le *commercial paper* à six mois et les Bons du Trésor à six mois), qui s'élargit à l'approche d'une récession.

Ces variables peuvent toutes deux être interprétées comme des mesures de l'orientation de la politique monétaire :

— la structure par terme des taux d'intérêt s'aplatit lorsque la Banque centrale durcit sa politique pour combattre des tensions inflationnistes à court terme ;

— l'écart entre le taux du *commercial paper* et celui des Bons du Trésor

s'accroît lorsque la contraction de l'offre de crédit bancaire induite par la politique monétaire contraint les entreprises qui y ont accès à se financer davantage sur le marché du *commercial paper*<sup>25</sup>.

Le très fort pouvoir prédictif de ces deux variables confirme le rôle crucial qu'a joué la politique monétaire (aussi bien par le canal du coût que de la disponibilité du crédit) dans le déclenchement de toutes les récessions de l'après-guerre.

En a-t-il été de même en 1990-1991 ? Alors qu'ils ont correctement prédit le ralentissement de l'activité amorcé début 1989, ces deux indicateurs ne font apparaître aucun signe de tensions au premier semestre 1990 (*voir graphique en annexe*). Par conséquent, sur la base des relations estimées par Stock-Watson, la probabilité d'une récession était alors très faible. En outre, la courbe de taux s'est creusée tout au long de l'année 1991, laissant présager une forte reprise de l'activité. Ainsi, comme le note Watson (1991), « la récession de 1990-1991 est unique dans l'histoire de l'après-guerre » au regard du comportement de ces deux variables.

En fait, la Réserve Fédérale a abaissé régulièrement à partir de mars 1990 son objectif de taux pour les *federal funds*, celui-ci passant de 9,8 % à 8,1 % à la mi-1990. Ainsi, alors que lors des récessions précédentes le pic des taux d'intérêt à court terme ne s'était jamais situé plus de quatre mois avant le début de la récession (se situant même parfois après), il a cette fois-ci précédé de seize mois le retournement du cycle. Par ailleurs, la baisse des taux s'est poursuivie en 1991 et au premier trimestre 1992, le taux des *federal funds* atteignant même 3,75 % en avril 1992, soit son plus faible niveau depuis le milieu des années soixante.

Reste bien sûr la possibilité d'un *credit crunch* induit non pas, comme dans le passé, par la politique monétaire, mais résultant de l'effet combiné de la dégradation du capital des banques et de l'application de réglementations plus sévères en matière de ratios prudentiels<sup>26</sup>. Même s'il est indiscutable qu'il y a effectivement eu une contraction de l'offre de crédit bancaire, celle-ci ne suffit pas pour expliquer les faits observés pour au moins deux raisons. Tout d'abord, du fait du processus de titrisation (*securitization*), les

25 Voir Bernanke, 1990, pour une telle interprétation, qui suppose que les Bons du Trésor et le *commercial paper* ne sont pas parfaitement substituables dans les portefeuilles des investisseurs.

Bernanke rejette l'interprétation traditionnelle selon laquelle l'écart de taux entre le *commercial paper* et les Bons du Trésor varie en fonction de l'appréciation du risque de défaut des émetteurs privés : les entreprises qui se financent sur le marché du *commercial paper* sont des emprunteurs de première qualité, et les défaillances sont trop rares pour expliquer l'ampleur des variations de cet écart (qui peuvent atteindre trois cents points de base). Cet écart n'est pas corrélé avec les autres mesures du risque de défaut, alors qu'il l'est avec les autres indicateurs de la politique monétaire.

26 Le président de la Federal Reserve Bank de Boston, R.S. Syron, 1991, a qualifié ce phénomène de *capital crunch* : la réticence des banques à prêter résulterait non pas d'une insuffisance de dépôts (comme dans le cas d'un *credit crunch* traditionnel), mais d'une insuffisance de fonds propres. Cette hypothèse est étudiée par Bernanke-Lown, 1991.

agents non financiers sont de moins en moins exclusivement dépendants des institutions financières. Par exemple, les prêts immobiliers aux ménages (*home mortgages*) sont aujourd'hui complètement « titrisés » ; or, leurs flux ont nettement diminué en 1990-1991. Ensuite et surtout, une telle contraction de l'offre du crédit bancaire aurait dû elle aussi provoquer, comme lors des *credit crunches* passés, par effet de substitution, une poussée des émissions de *commercial paper*, et donc une hausse de l'écart de taux entre ces titres et les Bons du Trésor. On a vu qu'il n'en était rien. En réalité, entre fin 1989 et fin 1991, l'encours de *commercial paper* détenu par les entreprises non financières a non seulement diminué, mais cette baisse a été encore plus marquée que celle de leurs prêts bancaires (− 9 % contre − 3 %) <sup>27</sup>. Par conséquent, il faut expliquer pourquoi l'ensemble des flux de dettes, quelle que soit leur source, se sont réduits. C'est donc plutôt du côté de la demande de crédit que doit être recherché l'origine principale de ce *crunch* généralisé.

#### *Du soft landing à la debt-recession*

L'absence des signes habituels de tensions dans les variables réelles ou dans les taux d'intérêt ne signifie pas que l'économie américaine se trouvait initialement en régime de croissance équilibrée. Toutefois, les ajustements qui normalement s'opèrent par le biais d'une récession étaient déjà en cours avant que celle-ci ne se déclenche. En effet, la période de *boom* qui marque habituellement l'apogée de la phase d'expansion se situe en réalité en 1987-1988. Le taux de chômage est passé d'un palier de 7 % en 1985-1986 à 5 % en mars 1989 — date du début du ralentissement de l'activité — soit son plus faible niveau depuis 1970. L'économie fonctionnait manifestement au cours de cette période au maximum de ses capacités de production, suscitant des interrogations sur le caractère soutenable de la croissance et la possible résurgence de l'inflation. C'est dans ce contexte que la Réserve Fédérale lança sa nouvelle stratégie de « l'atterrissage en douceur » (*soft landing*) consistant à progressivement freiner l'inflation (avec un objectif de stabilité des prix à moyen terme) tout en évitant une récession. En pratique, il s'agissait, par un *fine tuning* adéquat, de maintenir la croissance du PNB réel, légèrement mais durablement, en dessous de son niveau potentiel de long terme (estimé à environ 2,5 % par an). C'est ainsi que le taux des *federal funds* est passé d'un niveau de 6 % au début de 1988 à près de 10 % en mars 1989, à la suite d'une multitude de petites augmentations.

A cette crainte de « l'atterrissage en catastrophe » (*hard landing*), s'est

27 Kashyap-Stein-Wilcox, 1991, ont montré que lors de la plupart des récessions précédentes, il y a eu au contraire un phénomène marqué de substitution des financements bancaires par des émissions de *commercial paper*.

ajouté à la fin des années quatre-vingt toute une série de perturbations dans les secteurs financier et immobilier :

— les krachs boursiers d'octobre 1987 et d'octobre 1989<sup>28</sup> ; même s'ils ne se sont pas traduits par une chute durable des cours, ils ont néanmoins considérablement accru l'incertitude sur le prix des actifs financiers ;

— l'éclatement de la bulle spéculative dans le secteur de l'immobilier professionnel et, dans une moindre mesure, résidentiel ;

— la multiplication de faillites bancaires qui, venant après la crise des Caisses d'épargne (*savings and loans*), ont affecté la confiance dans le système financier.

Dans ce contexte, la guerre du Golfe doit être interprétée comme un choc supplémentaire d'incertitude, dont témoignent les très bas niveaux de confiance — et leur persistance — relevés dans les enquêtes auprès des ménages et des entreprises. Ce pessimisme apparaît en effet sans rapport avec les seules évolutions « moyennes », relatives aussi bien aux revenus d'activité qu'aux cours boursiers.

Strongin et Eugeni (1991) ont fort bien décrit cette situation : « Sur la base des "fondamentaux" économiques, la récession ( de 1990-1991) n'aurait pas dû se produire. L'économie était en train de réaliser — et allait sans doute réussir — le fameux atterrissage en douceur dont rêvaient à la fois les responsables de la politique économique et les observateurs. Malheureusement, après avoir atterri saine et sauve, l'économie fut heurtée sur la piste par un camion citerne. Les dommages résultèrent non pas tant de l'accident lui-même — ce n'était pas un gros camion — mais de la peur qu'il y ait encore d'autres camions cachés sur la piste. »

Il reste à expliquer l'origine de cette inquiétude extrême et de cette réaction excessive au regard du choc subi. Elle est selon nous à rechercher dans l'énorme montant de dettes accumulées avant « l'atterrissage ». Pour reprendre le langage de la fable ci-dessus, le comportement des agents au cours de la récession de 1990-1991 résulte de la volonté de délester au plus vite l'« avion » de sa charge excessive de carburant, de peur qu'elle n'explode en cas de nouveau choc.

#### *Le rôle des changements intervenus dans les structures de financement au cours des années quatre-vingt*

L'explosion de la dette des agents non financiers au cours des années quatre-vingt a été largement documentée et discutée<sup>29</sup>. Nous nous

28 Notons que lors du krach de 1989, contrairement à celui de 1987, la Réserve Fédérale n'a pas jugé nécessaire d'injecter les liquidités dans le système financier. Ce krach est apparu comme une correction nécessaire des excès causés par les opérations de fusions-acquisitions.

29 Voir en particulier Kaufman, 1986 ; Friedman, 1986, 1991 ; Bernanke-Campbell, 1988.

contenterons ici de situer cette évolution par rapport aux modèles théoriques présentés au début de cet article, et de montrer en quoi elle a affecté le comportement des agents lors de la récession.

La décennie écoulée se caractérise non seulement par une augmentation sans précédent de la propension à l'endettement de tous les agents — privés et publics —, mais aussi par un changement de la nature et de la finalité de la dette elle-même. En particulier, celle-ci a été destinée non pas tant, comme traditionnellement, à financer de nouveaux actifs, mais plutôt à accroître la rentabilité des actifs existants.

Les années quatre-vingt ont rendu caduque ce qui constituait la relation financière la plus stable de l'économie américaine. Comme mis en évidence par B. Friedman (1982), le ratio rapportant la dette de l'ensemble des agents non financiers (privés et publics) à la production nationale est resté quasiment constant sur toute la période de l'après-guerre (avec un écart-type d'environ trois points de PNB)<sup>30</sup>. Or, depuis le début des années quatre-vingt, ce même ratio a augmenté de façon continue d'en moyenne près de cinq points par an (soit plus d'une fois et demi l'écart-type). Ainsi, la dette totale non financière représente aujourd'hui près de deux fois la taille de l'économie contre moins de une fois et demi au début des années quatre-vingt<sup>31</sup> (*graphique 2*).

Toutes les catégories d'agents ont considérablement accru leur endettement ; les administrations publiques et les ménages ont chacun contribué pour environ deux cinquièmes à l'augmentation du ratio, et les entreprises non financières pour le cinquième restant. Or, de façon remarquable, la stabilité du ratio d'endettement total avait résulté dans le passé non pas à la stabilité de chacune de ses composantes, mais des mouvements parfaitement opposés de celles-ci. Une forte corrélation négative entre dette fédérale et dette non fédérale avait notamment pu être mise en évidence, selon ce que B. Friedman a appelé le « cycle du crédit » : le gouvernement fédéral augmente son recours à l'emprunt pendant les phases de récession et le réduit pendant les phases d'expansion, à l'exact inverse du secteur privé<sup>32</sup>. La décennie quatre-vingt apparaît donc atypique non pas seulement parce que la dette privée a augmenté plus rapidement que lors des périodes

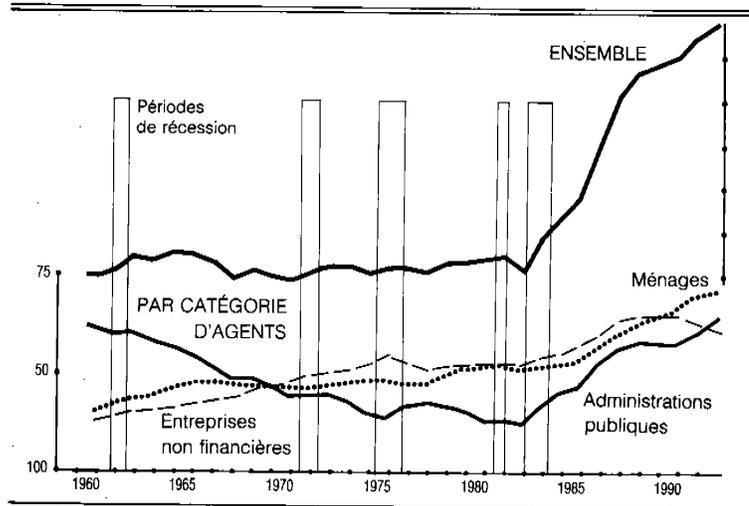
<sup>30</sup> Selon B. Friedman, 1982, si l'on met à part la dépression des années trente, cette stabilité a aussi prévalu avant-guerre et même au XIX<sup>e</sup> siècle.

<sup>31</sup> Compte-tenu des révisions intervenues dans le système de comptabilité nationale et de l'adoption du PIB à la place du PNB, ces données ne sont pas tout à fait comparables à celles utilisées par B. Friedman, 1982.

<sup>32</sup> Deux hypothèses ont été avancées pour expliquer ces mouvements compensatoires entre dette privée et dette publique, mais aucune des deux n'est vraiment convaincante : soit l'on suppose que les agents privés sont ultra-rationnels et que, conformément aux théorèmes d'équivalence de Ricardo, ils réduisent leur endettement lorsque le gouvernement accorde le sien (la dette du gouvernement figurant aussi à leur passif sous forme d'obligations fiscales futures) ; soit l'on suppose que les marchés financiers sont imparfaits et que le gouvernement tend à se substituer à eux lorsque les agents privés sont soumis à des contraintes de liquidité.

Graphique 2

DETTE DÉTENUE PAR LES AGENTS NON FINANCIERS  
(ENCOURS EN FIN D'ANNÉE ; EN POURCENTAGE DU PIB)



108

d'expansion précédentes, mais parce que cette évolution n'a pas été compensée, même partiellement, par celle de la dette fédérale.

Il serait bien sûr hâtif de tirer des conclusions normatives à partir de la seule observation de la rupture de la relation entre dette totale et activité. D'une part, la stabilité observée dans le passé n'a jamais véritablement été expliquée ; d'autre part et surtout, pour apprécier la solvabilité des agents, il convient de rapprocher l'évolution de leurs dettes à celle de leurs actifs, et non pas seulement à celle de leurs revenus d'activité. D'où la nécessité d'une analyse plus détaillée agent par agent.

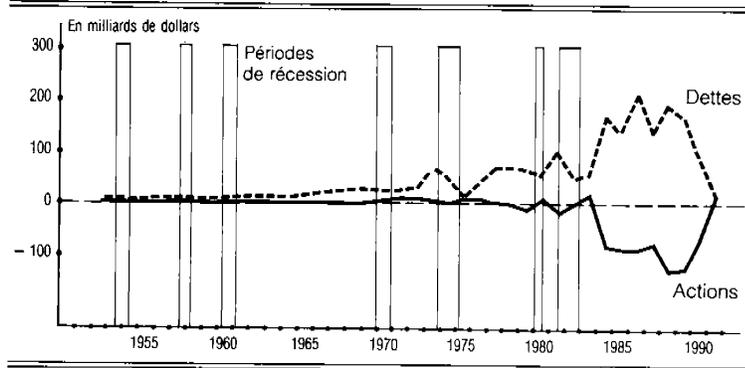
#### *La dette des sociétés non financières*

Au cours de la dernière période d'expansion, la dette totale des sociétés non financières (*corporate*) est passé d'un niveau d'environ 60 % du PIB fin 1982 à près de 62 % du PIB fin 1989. Or, simultanément, le total de leurs actifs (physiques et financiers, estimé d'après leur valeur de remplacement) rapporté au PIB a diminué (165 % en 1982, 144 % en 1989), en raison notamment de la faiblesse relative de la formation brute de capital fixe. En fait, les entreprises ont recouru de façon massive à l'emprunt non pas pour

investir, mais pour financer des opérations de rachats d'actions dans le cadre notamment de fusions-acquisitions ou de LBO<sup>33</sup>. Entre 1984 et 1989, les rachats d'actions ont excédé de 580 Mds les émissions d'actions nouvelles, alors que sur toute l'après-guerre les émissions nettes avaient toujours été voisines de zéro, voire légèrement positives (*graphique 3*).

### Graphique 3

SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES « CORPORATES »  
ÉMISSIONS NETTES D' ACTIONS ET DE DETTES



109

Outre l'avantage fiscal que procure la dette par rapport aux actions, ces opérations ont eu pour objectif d'accroître la rentabilité des entreprises et d'éliminer les *free cash flows* conformément aux thèses déjà discutées de Jensen, 1988. En contrepartie, elles ont entraîné une vulnérabilité beaucoup plus grande en cas de choc macro-économique, les paiements d'intérêts, contrairement aux dividendes, ne pouvant être ajustés en fonction des aléas conjoncturels. Ceci est d'autant plus vrai que la nature de la dette a elle-même changée et s'est encore plus éloignée des actions. En effet, ces restructurations ont en général été financées par émissions d'obligations (en général des *junk bonds*) plutôt que par emprunts bancaires. Or, en cas de difficultés de paiement, la dette émise sur un marché est beaucoup plus difficile à renégocier que celle souscrite auprès d'une banque, du fait de la relation spécifique que celle-ci entretient avec son client<sup>34</sup>.

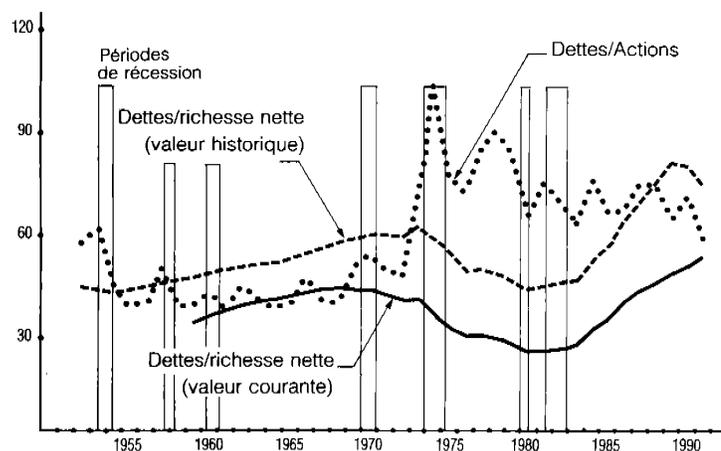
<sup>33</sup> Pour une description détaillée de ces opérations de restructuration, voir M. H. Pickering, 1991.

<sup>34</sup> Jensen, 1988, a soutenu le point de vue inverse selon lequel les *junk bonds* seraient en fait plus proches des actions que la dette traditionnelle. Pour une discussion de cette thèse, qui a été clairement démentie par les nombreuses défaillances survenues sur le marché des *junk bonds* voir Gertler-Hubbard, 1990. Cet argument contient d'ailleurs une contradiction logique : si les *junk bonds* étaient faciles à renégocier, ils perdraient leurs vertus incitatives.

Les conséquences de ce nouvel arbitrage entre efficacité et risque sur la situation financière des entreprises s'apprécient différemment selon la méthode d'évaluation des actifs utilisée (*graphique 4*). Si l'on estime les actifs d'après leur valeur historique dans les comptes des entreprises, on observe une nette dégradation du ratio d'endettement (total des dettes/fonds propres), celui-ci passant de 46 % en 1982 à 81 % en 1989<sup>35</sup>. En revanche,

#### Graphique 4

SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES « CORPORATES »  
RATIOS D'ENDETTEMENT (ENCOURS EN FIN D'ANNÉE)



110

lorsque les actifs sont estimés d'après leur valeur boursière, c'est-à-dire en tenant compte des perspectives futures de profit, le ratio d'endettement ainsi calculé (dettes/actions) ne marque aucune tendance à la baisse, son niveau d'environ 70 % à la fin des années quatre-vingt se situant même très en deçà des records enregistrés au milieu des années soixante-dix.

Cette dernière observation, qui résulte de la forte progression des cours boursiers, a été mise en avant par Jensen (1988) pour soutenir que les

<sup>35</sup> Lorsque les actifs sont estimés à leur valeur de remplacement, le ratio dettes/fonds propres se dégrade aussi, passant de 27 % en 1982 à 49 % en 1989.<sup>36</sup> Ces ratios d'endettement peuvent paraître modérés lorsqu'on les compare, par exemple, à ceux des entreprises japonaises ou allemandes. Mais, là encore, il faut tenir compte de la nature différente de la dette. Au Japon et en Allemagne, la dette est en effet détenue par les institutions financières, qui sont par ailleurs actionnaires et interviennent directement dans la gestion des entreprises. Aux États-Unis, d'une part les banques ne sont pas autorisées à prendre des participations dans le secteur non financier, et d'autre part, la dette est de plus en plus émise sur les marchés, rendant encore plus diffusé la relation prêteur-emprunteur.

opérations de restructuration n'ont pas compromis la situation financière des entreprises, dès lors que l'on prend en compte (comme le font les marchés) leurs effets sur la rentabilité future. Cependant, l'évaluation fournie par les marchés n'est pas complètement satisfaisante si l'on se place du point de vue de la capacité des entreprises à faire face à un choc macro-économique. D'une part, la valeur boursière peut s'écarter de la valeur « fondamentale » de l'entreprise. D'autre part et surtout, il s'agit d'une anticipation portant sur la moyenne de tous les aléas possibles, alors que l'analyse en terme de risque s'intéresse à la distribution de ces aléas, et en particulier aux scénarios les plus pessimistes même s'ils sont peu probables.

Par ailleurs, même si l'on admet que la solvabilité à long terme des entreprises américaines n'a pas été affectée par le mouvement de substitution dettes-actions, il reste le problème de liquidité durant la phase transitoire, c'est-à-dire de la capacité à assurer le service de la dette jusqu'à ce que les gains espérés en termes de *cash flows* se matérialisent. L'évolution du ratio intérêts/profits avant impôt et paiement des intérêts est à cet égard éloquente : il s'est situé à plus de 50 % tout au long des années quatre-vingt, contre une moyenne d'environ 35 % dans les années soixante-dix et de 15 % dans les années cinquante-soixante. En particulier, alors que traditionnellement ce ratio de liquidité atteint son pic au moment des récessions et tend à décliner durant la période de reprise qui suit, il n'en a pas du tout été ainsi lors du dernier cycle. Ce ratio a certes atteint le niveau record de 59 % lors de la récession de 1982 alors que les taux d'intérêt à court terme s'élevaient eux aussi à un niveau record ; cependant, il est resté depuis lors au voisinage de ce niveau, malgré le net redressement des profits et la baisse des taux d'intérêt.

L'analyse du taux de faillites conduit à la même conclusion. Alors qu'elle exhibe sur toute la période précédente un profil contracyclique très prononcé, cette statistique a pour la première fois continué à croître bien après la fin de la récession de 1982, atteignant même des niveaux historiques records tout au long des années quatre-vingt<sup>37</sup>.

En d'autres termes, contrairement aux enchaînements mis en évidence par Eckstein-Sinai (1986) lors des cycles passés, la récession de 1981-1982 n'a pas été suivie par une phase de « reliqufaction » des bilans : les entreprises n'ont pas utilisé l'amélioration de leurs profits pour reconstituer ce que nous avons appelé leurs fonds propres de précaution. Ce phénomène explique la

37 Le taux de faillites (source : Dun & Bradstreet Corp.) est resté constamment au-dessus de 100 pour 10 000 entre 1983 et 1988, à comparer à un niveau de 90 pour 10 000 en 1982 (année, rappelons-le, de la plus sévère récession de l'après-guerre) et à des niveaux variant entre 30 et 50 pour 10 000 tout au long de la période 1950-1979.

B. Friedman, 1991, réfute la thèse selon laquelle ces taux de faillite anormalement élevés seraient la contrepartie d'un mouvement plus intense de créations d'entreprises, stimulées par les baisses d'impôts et les déréglementations survenues au cours des années quatre-vingt.

prudence apparemment « excessive » — au regard des chocs subis — dont elles font preuve depuis deux ans. En fait, en raison de sa modération, la récession de 1990-1991 ne s'est pas traduite par une crise de solvabilité : le taux de faillite s'est situé en 1990-1991 à un niveau certes historiquement très élevé, mais légèrement inférieur à ceux atteints dans les années d'expansion précédentes (alors qu'habituellement on observe l'évolution inverse). En revanche, le mouvement de baisse des profits amorcé à partir de 1989 a provoqué une nouvelle dégradation du ratio intérêts/*cash flow*, celui-ci atteignant son maximum en 1990. Ainsi, la plus grande incertitude sur leurs *cash flows* futurs et sur l'environnement macro-économique (y compris sur les possibilités d'emprunts auprès des banques), combinée à une liquidité au plus bas, a conduit les entreprises à chercher à restaurer leurs marges de manœuvre financière au moment même du ralentissement de l'activité, auto-entretenant par là même ce dernier.

En 1991, la dette des sociétés n'a quasiment pas progressé en valeur nominale. Tout d'abord, les entreprises ont cherché à abaisser leurs coûts fixes en réduisant leurs effectifs, en fermant des unités de production et en maintenant au plus bas leurs stocks. Ensuite, elles ont procédé à des opérations importantes de restructuration de leurs bilans. Pour la première fois depuis 1983, les émissions nettes d'actions ont été positives (18 Mds) en 1991, les entreprises profitant de la bonne tenue de la bourse pour émettre des actions et rembourser une partie de leurs dettes (sous la forme parfois de *reverse LBO*). En outre, les taux d'intérêt se situant à leur plus bas niveau depuis la fin des années soixante-dix, elles ont refinancé leurs dettes à long terme et, afin de réduire l'incertitude sur leurs charges d'intérêts futures, abaissé la part de leur endettement à court terme (l'encours des dettes à court terme diminuant de 5 % en 1991).

Au total, les ratios dettes/fonds propres (évalués à leur valeur historique) et intérêts/*cash flows* ont diminué en 1991. Néanmoins, ils demeurent encore à des niveaux historiquement très élevés, et devraient continuer à peser sur le comportement des entreprises.

#### *Le cas particulier de la dette relative à l'immobilier non résidentiel*

A la différence de la dette des sociétés (*corporate*), le cas des *mortgages* commerciaux (c'est-à-dire destinés au financement d'immeubles de bureaux, de centres commerciaux,...)<sup>38</sup> peut s'analyser comme un phénomène de « bulle spéculative », débouchant sur une situation de *debt-deflation* dans le secteur de l'immobilier.

Au cours des années quatre-vingt, l'immobilier non résidentiel a connu un

<sup>38</sup> Les *mortgages* commerciaux sont essentiellement détenus par les entreprises de promotion immobilière, qui sont classées en comptabilité nationale dans le secteur des entreprises non *corporate*.

*boom* exceptionnel. On estime, par exemple, qu'environ la moitié du stock actuel d'immeubles de bureaux a été construite au cours de cette période. Initialement, ce *boom* a été stimulé par une forte demande, résultant notamment du développement rapide de l'emploi dans le secteur des « cols blancs » (finance, consultants, avocats, assurance...). Cependant, très rapidement, l'offre a dépassé la demande. Ainsi, pour l'immobilier de bureaux, le taux d'inoccupation est passé de moins de 5 % au début des années quatre-vingt à environ 15 % au milieu des années quatre-vingt et 20 % aujourd'hui. La formation de cette bulle spéculative a été favorisée par deux facteurs :

— les avantages fiscaux accordés aux sociétés immobilières lors de la réforme fiscale de 1981 ;

— l'abondance de l'offre de financement en provenance notamment des *savings and loans* (autorisés, à la suite de la déréglementation décidée en 1983, à investir dans l'immobilier commercial), des banques et des fonds de retraites (soucieux de détenir des *mortgages* pour diversifier leurs portefeuilles).

Entre 1982 et 1987, l'encours des *mortgages* commerciaux a progressé de plus de 16 % par an. La bulle a finalement éclaté à partir de 1987, à la suite de la réforme fiscale de 1986 supprimant les avantages consentis auparavant, et surtout de l'effet dépressif de la montée du taux d'inoccupation sur les loyers : en termes réels, les loyers sont aujourd'hui 30 % plus bas qu'en 1987 et 45 % plus bas qu'en 1982.

On assiste depuis lors à un phénomène typique de *debt-deflation*. La baisse des cours de l'immobilier non résidentiel (environ - 30 % depuis le milieu des années quatre-vingt) combinée à celle des *cash flows* (ceux-ci devenant même parfois négatifs, les loyers passant en dessous des charges d'intérêts) a entraîné une multiplication des défaillances sur les *mortgages*, qui a à son tour affecté la solvabilité des *savings and loans* et des banques détentrices de ces titres. D'où à la fois :

— une absence totale de nouveaux financements, et donc de liquidité sur le marché immobilier, les banques refusant de s'engager plus encore dans ce secteur ;

— un renforcement de la baisse des cours, les institutions financières cherchant à se débarrasser de leurs actifs immobiliers pour améliorer leurs ratios prudentiels.

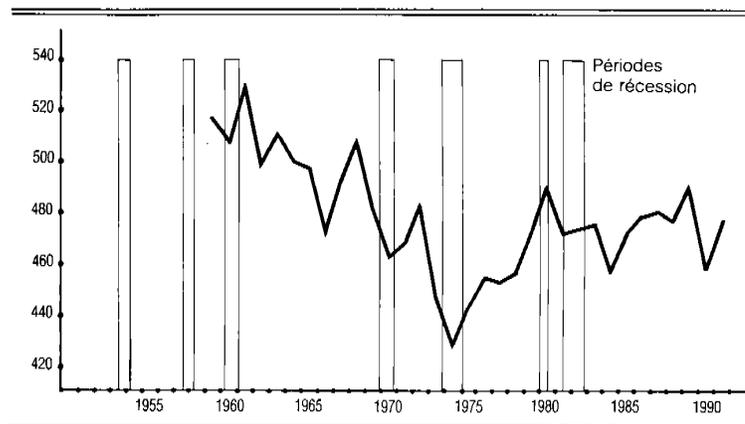
#### *La dette des ménages*

La dette des ménages a connu elle aussi une croissance exceptionnelle, atteignant l'équivalent de près de 100 % de leur revenu disponible à la fin des années quatre-vingt (contre un peu plus de 80 % au début de la décennie). Cependant, lorsqu'on tient compte simultanément de leurs actifs,

leur solvabilité ne paraît pas s'être dégradée : leur richesse nette <sup>39</sup> est restée à peu près stable sur l'ensemble des années quatre-vingt (*graphique 5*).

Graphique 5

MÉNAGES : RICHESSE NETTE / REVENU DISPONIBLE



114

De ce point de vue, le cas des ménages pourrait paraître moins inquiétant que celui des sociétés, puisque l'augmentation de la taille de leur passif a été largement compensée par celle de leur actif. Cependant ce jugement mérite d'être nuancé et d'être complété par une analyse des flux. Il convient en effet de rappeler que le taux d'épargne des ménages a diminué de moitié au cours de la même période (8,6 % en 1982 ; 4,4 % du revenu disponible en 1989). La stabilité de leur ratio de richesse nette n'a donc pas été obtenue grâce à l'acquisition d'actifs « nouveaux », mais grâce à la forte augmentation de la valeur de marché des actifs — physiques et financiers — déjà détenus par les ménages <sup>40</sup>. Par conséquent, pour le même type de raisons que celles évoquées précédemment à propos du ratio dettes/actions des sociétés, la position prise par les ménages est en fait plus « risquée » que ne le laisserait croire leur richesse nette ; leur capacité future à rembourser leurs dettes est

<sup>39</sup> La richesse nette est la différence entre le stock total d'actifs physiques et financiers (évalués à leur prix de marché) et le stock total de dettes.

<sup>40</sup> La baisse du taux d'épargne ne peut être attribuée à une moindre dépréciation des actifs par l'inflation, puisque celle-ci est restée à peu près stable entre 1982 et 1989.

très dépendante de la matérialisation des gains anticipés dans les cours des actifs <sup>41</sup>.

Le *boom* du crédit à la consommation est l'illustration la plus typique de ce phénomène. Au cours des quatre années 83-84-85-86, l'encours du crédit à la consommation a augmenté de 14 % par an, soit deux fois plus vite que le stock de biens durables détenu par les ménages. En fait, le crédit à la consommation a largement été utilisé — directement ou indirectement — pour réaliser des opérations financières. Les nombreux abris fiscaux (*tax shelters*) apparus à la suite des réformes fiscales de 1981 et 1982 ont d'ailleurs favorisé ce mouvement, en incitant les ménages à souscrire des prêts à la consommation, dont les intérêts étaient déductibles, pour les réinvestir dans des comptes d'épargne-retraite bénéficiant d'avantages fiscaux (comptes IRA) ou dans des *partnerships* créés uniquement à des fins d'évasion fiscale. La preuve en est fournie par le très net freinage du crédit à la consommation à partir de 1987 (6 % par an entre 1987 et 1989), c'est-à-dire juste après le passage de la réforme fiscale de 1986 supprimant la déduction des intérêts sur les prêts à la consommation.

Les crédits immobiliers (*mortgages*) ont eux aussi augmenté très rapidement (11 % par an entre 1983 et 1989). En particulier, les flux nets de *mortgages* ont excédé d'environ 500 Mds les dépenses nettes (après amortissement) de construction de logements. Ceci signifie que les prêts ont été largement gagés non pas sur des nouveaux logements, mais sur l'augmentation de la valeur de marché des logements existants (qui a représenté environ le double du taux d'inflation sur la période considérée). Le développement du marché des *home equity loans* a fortement contribué à ce phénomène : il offre la possibilité au propriétaire d'un logement déjà acquis, mais dont la valeur s'est appréciée, d'accroître le montant de son *mortgage* pour financer des dépenses de consommation <sup>42</sup>.

Toutes ces évolutions ont résulté au moins pour partie du processus d'innovations financières, celles-ci offrant aux ménages davantage d'opportunités d'arbitrage que par le passé et leur permettant ainsi de mieux gérer leur patrimoine. Cependant, là encore, apparaît un conflit entre efficacité micro-économique et vulnérabilité macro-économique, qui s'est manifesté clairement lors de la récession de 1990-1991. Bien que celle-ci ait été l'une des moins sévères de l'après-guerre, la consommation réelle des ménages a

41 La stabilité du ratio agrégé de richesse nette peut aussi masquer une augmentation des risques par des effets de distribution si les ménages qui ont accru leur endettement ne sont pas les mêmes que ceux dont l'actif a grossi. Les résultats de la dernière enquête disponible du Federal Reserve Board sur la répartition du patrimoine des ménages apportent une réponse mitigée. D'un côté, comme dans le cas des revenus, les inégalités de richesse nette semblent s'être accrues entre 1983 et 1989. D'un autre côté, les ménages qui ont accumulé le plus de dettes entre 1983 et 1989 sont aussi ceux qui ont accumulé le plus d'actifs financiers.

Pour une présentation des résultats de cette enquête, voir Kennickell et Shack-Marquez, 1992.

42 Pour une description du marché des *home equity loans*, voir Canner-Durkin-Luckett, 1989.

baissé d'environ 1 % (à comparer à une baisse moyenne du PNB de 2,6 %). De façon encore plus spectaculaire, la consommation réelle de biens durables a diminué de 7 %, contre - 3 % en moyenne lors des précédentes récessions. Cette baisse disproportionnée de la consommation illustre l'influence des structures financières sur le comportement des ménages. Loin d'utiliser leurs actifs pour amortir l'effet de leurs moindres revenus sur leur consommation, ils ont au contraire accru leur épargne de précaution : après avoir baissé tout au long des années quatre-vingt, le taux d'épargne a augmenté à la fois en 1990 et en 1991 (atteignant 5,3 % du revenu disponible en 1991 contre 4,4 % en 1989). De même, afin d'améliorer leur liquidité, les ménages ont cherché à réduire leurs dettes à la fois les plus coûteuses et à plus court terme : l'encours du crédit à la consommation (*installation consumer credit*) a été ramené en 1991 à 17,6 % du revenu disponible, après être passé de 14,2 % à 19,3 % entre 1982 et 1989.

Cette prudence des ménages peut sans doute s'expliquer par une plus grande incertitude non seulement sur leurs revenus d'activité et sur la stabilité de leur emploi, mais aussi sur le rendement de leurs actifs :

— après une longue période de hausse, le prix moyen de l'immobilier résidentiel a baissé de 2 % en 1990 (et beaucoup plus nettement dans certaines régions) ;

116

— les krachs de 1987 et 1989, puis la baisse survenue après le déclenchement de la guerre du Golfe, ont renforcé l'incertitude sur les cours boursiers, même s'ils ont en moyenne continué à monter.

En outre, avec l'augmentation de la taille de leur bilan, les ménages se trouvent plus exposés au risque de taux d'intérêt. La baisse des taux d'intérêt sur le marché monétaire s'est répercutée intégralement sur la rémunération de leurs actifs liquides (y compris comptes de dépôts) et à court terme, mais que partiellement sur les taux d'intérêt des *mortgages* ou du crédit à la consommation<sup>43</sup>. Ainsi, en 1991, les intérêts nets reçus par les ménages ont baissé de 4 % en termes réels. Cet effet a d'ailleurs contribué à la faible progression des agrégats monétaires au cours de la période récente : les ménages ont utilisé leurs liquidités pour rembourser (ou pour moins y recourir) leurs crédits à la consommation.

#### *La dette publique*

L'effet déstabilisateur de l'endettement privé a été d'autant plus prononcé que la politique budgétaire n'a pas joué son rôle contracyclique habituel. Lors de quasiment tous les cycles précédents de l'après-guerre, des baisses d'impôts ou des hausses de transferts sociaux sont intervenues en cours de

<sup>43</sup> On peut citer l'exemple devenu célèbre des taux d'intérêt sur les cartes de crédit qui demeurent encore aujourd'hui voisins de 18 %.

récession ou au début de la phase de reprise. Au contraire, cette fois-ci, les majorations de taxes et les économies dans les prestations santé versées aux personnes retraitées (Medicare) décidées lors de l'accord budgétaire de 1990 sont devenues effectives durant la récession. En outre, aucune mesure significative de relance budgétaire n'est venue à ce jour soutenir la reprise<sup>44</sup>. Seul en fait le supplément de dépenses militaires occasionné par la guerre du Golfe a apporté un stimulus. Au total, l'impact de la politique budgétaire sur l'activité a été à peu près neutre, voire restrictif, en 1990 et 1991.

Cette conclusion peut surprendre dans la mesure où le déficit fédéral est passé d'environ 150 Mds en 1989 (soit 3 % du PIB) à 270 Mds en 1991 (4,8 % du PIB), et où il est même prévu qu'il avoisine le niveau record de 400 Mds en 1992 (6,8 % du PIB, soit le plus haut ratio de l'après-guerre). Ce paradoxe s'explique par deux facteurs :

— la montée en régime du coût de l'assurance-dépôts (FDIC-RTC) résultant de la multiplication des faillites d'institutions financières : ce coût est passé d'un niveau voisin de zéro au cours des années quatre-vingt à environ 80 Mds (soit près de 1,5 point de PIB) pour l'année fiscale 1992. Or, du fait que le gouvernement fédéral ne fait que reprendre à son compte les dettes des institutions défaillantes, ces opérations n'ont quasiment aucun impact macro-économique ;

— l'effet « automatique » du ralentissement de l'activité sur les rentrées fiscales et sur certaines dépenses sociales : le « déficit de plein emploi », qui est corrigé de l'effet de la conjoncture et qui, conformément aux principes de la comptabilité nationale, ne tient pas compte des dépenses liées à l'assurance-dépôts, est resté à peu près stable en part de PIB en 1990-1991 (*graphique 6*).

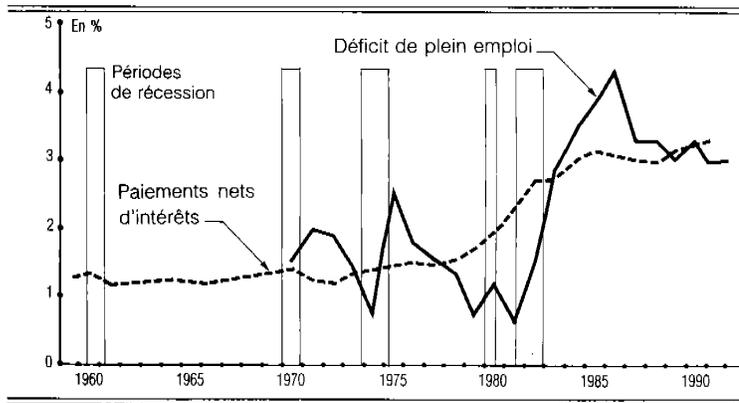
Ce contraste entre le niveau très élevé du déficit non corrigé et l'absence de soutien budgétaire à l'activité constitue justement le cœur du problème. Il peut s'analyser là aussi comme la conséquence d'un changement de « structure financière ». Comme montré par R. Barro (1986) dans une étude rétrospective portant sur la période 1980-1982, la dette fédérale a eu tendance à croître le plus rapidement durant les périodes de récession (rôle contracyclique) ou de guerre (rôle de lissage du taux de pression fiscale). Or, la décennie quatre-vingt, au cours de laquelle le poids de la dette publique dans l'économie a été multiplié quasiment par deux, ne correspond à aucun de ces deux critères.

En fait, il y a eu une augmentation « structurelle » et permanente du déficit : le déficit de plein emploi est resté tout au long des années

<sup>44</sup> Le projet de budget pour l'année fiscale 1993 prévoit un certain nombre d'allègements fiscaux. Mais, d'une part, ils n'entreront au mieux en application que plus de dix-huit mois après la fin de la récession (sauf pour ce qui concerne la modification des barèmes de prélèvement à la source, dont l'impact macro-économique est néanmoins très limité) ; d'autre part, et surtout, l'accord du Congrès semble très loin d'être acquis.

Graphique 6

GOUVERNEMENT FÉDÉRAL (EN POURCENTAGE DU PIB)



118

quatre-vingt au-dessus du niveau de 3 % du PIB, alors qu'il avait fluctué entre 1 % et 2 % du PIB au cours des années soixante-dix. Cette augmentation est la conséquence de la réforme fiscale décidée au début des années quatre-vingt. Il y a eu un changement de la structure du financement du gouvernement, sous la forme d'une réduction du « capital », représenté ici par la valeur actualisée des impôts présents et futurs. Comme dans le cas des entreprises, cette substitution de l'impôt par l'emprunt a été justifiée par des arguments en termes d'efficacité :

- la baisse des taux d'imposition accroît l'incitation à travailler et à investir, et donc finalement la « rentabilité » de la taxation grâce à « l'effet Laffer » ;

- les contraintes financières imposées par la dette exercent une plus forte pression sur le Congrès et les administrations pour réduire les dépenses publiques et accroître la productivité des services publics (dans la mesure où revenir sur une baisse d'impôts à un coût politique très élevé).

Cependant, comme le reconnaît d'ailleurs aujourd'hui M. Weidenbaum (1988), qui était alors le Chairman du Council of Economic Advisers, les prévisions initiales relatives à la croissance de l'activité et à la diminution des dépenses publiques se sont révélées exagérément optimistes. En conséquence, ce changement de structure financière s'est finalement traduit, là encore, par une instabilité macro-économique accrue : le poids de la dette publique hérité des années quatre-vingt, et celui des charges d'intérêts (passé d'environ 1,5 point de PIB à la fin des années soixante-dix à 3,3 points de

PIB en 1991) limitent fortement à la fois la possibilité et la désirabilité<sup>45</sup> de toute mesure de relance budgétaire en cas de récession.

Ajoutons aussi que les collectivités locales (Etats et municipalités) ont elles aussi eu un comportement procyclique. Confrontées à des difficultés accrues pour équilibrer leur budget de fonctionnement et à une détérioration de l'appréciation portée sur leurs dettes par les agences de notation, elles ont été contraintes de réduire leur recours à l'emprunt au cours de la dernière récession. L'encours de leurs dettes n'a progressé que de 5,2 % en 1990 et de 2,8 % en 1991, contre une moyenne de près de 20 % par an au milieu des années quatre-vingt. Ce résultat a été obtenu malgré la contraction de leurs assiettes fiscales, et donc grâce à la fois à des hausses des taux d'imposition et à des économies de dépenses, qui sont intervenues au plus mauvais moment d'un point de vue conjoncturel.

Ayant mis en évidence le caractère inédit de la récession de 1990-1991 et le rôle déstabilisateur joué par l'endettement accumulé au cours des années quatre-vingt, deux questions de politique économique se posent :

— d'un point de vue conjoncturel, dans quelle mesure la politique monétaire peut-elle favoriser la sortie d'une situation de *debt-recession* ?

— d'un point de vue structurel, quelles actions permettraient d'éviter la reproduction d'une telle situation ?

- Une trappe à *liquidité nouvelle manière* ?

La politique monétaire agit sur la demande globale principalement par deux canaux : les taux d'intérêt et la quantité de crédits bancaires disponibles<sup>46</sup>. La Réserve Fédérale a utilisé ces deux leviers d'action au cours de ces dernières années :

— le taux des *federal funds* est passé de plus de 8 % au début de la récession à moins de 4 % aujourd'hui ;

— dans le but d'améliorer la rentabilité des banques et de résorber le *credit crunch*, les taux de réserves obligatoires ont été abaissés.

Quelles sont les conséquences de telles mesures dans le cas d'une *debt-recession* ? Rappelons tout d'abord que, dans une telle situation, l'insuffisance de la dépense globale provient non pas d'un crédit trop cher ou trop rare, mais du refus d'emprunter des agents non financiers. Cet auto-rationnement du crédit s'explique par un risque d'illiquidité jugé trop

<sup>45</sup> Dans un modèle où les consommateurs sont « myopes » (ou soumis à des contraintes de liquidité) mais où les anticipations des marchés financiers sont rationnelles, les déficits présents stimulent l'activité courante, tandis que les déficits futurs produisent l'effet inverse (les taux longs s'élèvent immédiatement en raison de l'anticipation de taux courts plus élevés dans le futur). Ainsi, dans la mesure où, dans le contexte américain actuel, toute mesure de relance budgétaire rendrait encore moins crédible l'objectif de réduction à moyen terme du déficit fédéral, elle se traduirait probablement par une hausse des taux longs, et se révélerait finalement contre-productive. Pour la présentation d'un tel modèle, voir Blanchard, 1984.

<sup>46</sup> Ce second canal de transmission de la politique monétaire a été discuté dans la première partie.

important, résultant à la fois d'un excès d'endettement initial et d'une incertitude sur les revenus futurs. Par exemple, les ménages n'empruntent pas et restreignent leurs achats de biens durables (qui constituent des actifs particulièrement peu liquides) parce qu'ils craignent de ne pouvoir rembourser leurs dettes si, par exemple, ils se retrouvent au chômage. Par conséquent, dans un tel contexte, aussi bien la baisse des taux d'intérêt que l'augmentation de la quantité de crédits bancaires disponibles n'auront qu'un effet très limité sur l'activité.

On retrouve ici un phénomène de « trappe à liquidité », qui résulte non pas, comme dans la théorie keynésienne, d'un refus de détenir des titres (par opposition à de la monnaie), mais d'un refus de détenir des dettes (par opposition à des fonds propres)<sup>47</sup>.

Faut-il pour autant en conclure que la politique monétaire est, dans une telle situation, complètement impotente ? Non, dans la mesure où elle peut abaisser le risque d'illiquidité des agents non financiers par des canaux indirects :

— d'une part, la baisse des taux d'intérêt affecte les paiements d'intérêts — et donc la liquidité des agents — si les emprunts sont à taux variables ou peuvent être renégociés ;

— d'autre part, même si les agents ne souhaitent pas dans l'immédiat emprunter davantage, la possibilité de recourir plus facilement de crédits bancaires en cas de difficultés (ou de disposer de lignes de crédit) constitue une forme de liquidité.

Néanmoins ces effets sont bien sûr moins puissants et surtout plus lents que les effets directs traditionnels de la politique monétaire.

• Corriger les biais introduits par la fiscalité et la dette publique plutôt que re-réglementer.

Qu'en est-il du point de vue de la politique structurelle ? Dès le milieu des années quatre-vingt un certain nombre d'observateurs avaient prédit que les dettes accumulées provoqueraient de graves problèmes en cas de récession<sup>48</sup>. Le fait qu'il n'y ait pas eu de catastrophe signifie non pas que ces craintes étaient exagérées, mais que le choc a été mineur et a plus révélé une montée des risques que provoque une véritable crise de solvabilité. En ce sens, la récession de 1990-1991 a été d'origine non pas « accidentelle », mais « préventive ».

La question de savoir comment éviter à l'avenir qu'une telle situation de surendettement ne se reproduise reste donc pertinente. Elle renvoie aux causes de la montée de la dette aux cours des années quatre-vingt. Alors que les politiques inflationnistes ont souvent été dans le passé à l'origine de

<sup>47</sup> Cette trappe à liquidité nouvelle manière ne se manifeste donc pas par l'existence d'un plancher de taux d'intérêt.

<sup>48</sup> Voir notamment Kaufman, 1986 et B. Friedman, 1986.

l'endettement, il ne paraît guère plausible d'invoquer cette fois-ci ce facteur : tout au long de la période d'expansion 1983-1989, l'inflation est restée remarquablement modérée et stable par comparaison aux années soixante-dix. En revanche, comme souligné par l'ancien Chairman de la Réserve Fédérale, P. Volcker (1986), le processus de déréglementation et d'innovations financières a très certainement joué un rôle majeur dans la forte croissance de la dette des ménages et des entreprises. Certes il l'a expliqué dans la première partie, la dette est une réponse à des problèmes micro-économiques d'information imparfaite. Néanmoins, l'élargissement des possibilités offertes par les marchés financiers ont réduit les contraintes « technologiques » qui limitaient auparavant l'usage de la dette.

Convient-il d'en conclure qu'il faut re-réglementer et restreindre l'accès à certains produits ou marchés financiers ? A notre avis, la réponse est non : si elles engendrent en contrepartie une plus grande instabilité macro-économique, ces innovations permettent aussi une plus grande efficacité dans l'allocation des ressources. Face à un tel dilemme, il apparaît plus judicieux de chercher en priorité à éliminer les facteurs d'endettement qui n'obéissent pas à des considérations d'efficacité et qui biaisent ainsi l'arbitrage efficacité/risque. Le traitement fiscal favorable de la dette par rapport aux actions constitue le cas le plus flagrant. Dans la mesure où cet avantage fiscal existait déjà auparavant, il ne peut être rendu directement responsable des opérations massives de substitution dettes/actions réalisées au cours des années quatre-vingt. Néanmoins, dans un contexte où il n'existe guère plus de barrière technologiques à l'endettement, il encourage les entreprises à s'endetter au-delà de ce qui serait justifié d'un seul point de vue d'efficacité. En outre, comme noté par Gertler et Hubbard (1990) : la fiscalité influence la forme de la dette elle-même ; un contrat de dette qui indexerait (explicitement ou implicitement) le principal sur des perturbations externes à la firme serait probablement jugé contraire à l'esprit du code fiscal. La fiscalité incite donc les entreprises à s'exposer plus largement aux risques macro-économiques, et constitue ainsi une source d'instabilité.

Par ailleurs, s'il ne paraît guère souhaitable (voire même difficile en pratique) d'introduire des contraintes institutionnelles pour restreindre l'usage de la dette privée, le gouvernement dispose néanmoins d'un moyen simple et direct pour limiter l'endettement global : la réduction de son propre endettement. Celui-ci renforce les effets déstabilisateurs de l'endettement privé, plutôt qu'il ne les atténue. Tout d'abord, comme on l'a déjà souligné, le stock de dette publique restreint fortement les conditions d'utilisation et d'efficacité de la politique budgétaire en cas de récession. Ainsi, dans une situation de trappe de liquidité comme celle décrite précédemment, la politique budgétaire ne peut, comme elle le devrait, suppléer à l'impotence de la politique monétaire. Ensuite et surtout, des

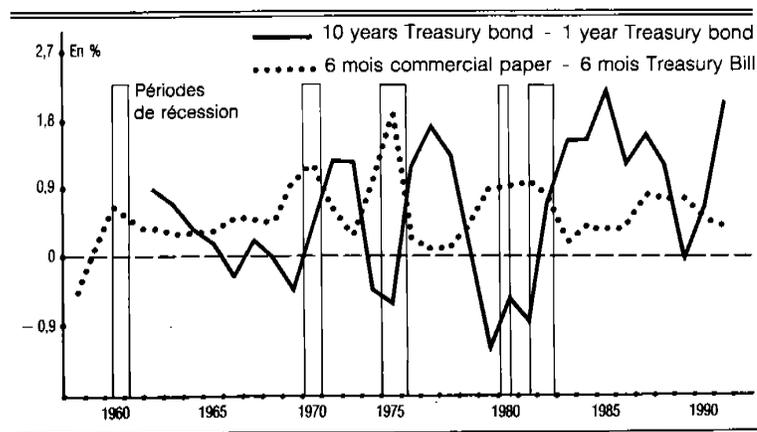
déficits structurels élevés et permanents tendent tôt ou tard à évincer l'investissement. Certes, au cours des années quatre-vingt, l'augmentation des déficits publics américains — et la baisse consécutive de l'épargne nationale — se sont traduits par une hausse du déficit extérieur plutôt que par une baisse de l'investissement national. Deux facteurs ont contribué à ce résultat : les incitations à l'investissement introduites dans la réforme fiscale de 1981 (mais supprimées en 1986) et l'abondance des capitaux disponibles sur les marchés internationaux au cours de cette période. Cependant, ces éléments favorables ne peuvent jouer éternellement. Depuis la fin des années quatre-vingt, les flux de capitaux en provenance de l'étranger se sont d'ailleurs ralentis, et les deux déficits sont de moins en moins « jumeaux ». Ainsi, comme le note Feldstein (1991), « les Etats-Unis sont en train de passer du régime de court terme au sein duquel les entrées de capitaux compensent le déclin de l'épargne nationale, au régime de long terme au sein duquel chaque dollar en plus ou en moins d'épargne nationale se traduit par une variation à peu près égale de l'investissement national » (p. 10).

La capacité à long terme de l'économie américaine à assurer le service de ses dettes dépend donc d'abord et avant tout de l'augmentation de l'épargne nationale. Dans la mesure où les incitations fiscales se révèlent en général peu efficaces pour stimuler le montant total d'épargne privée (et seraient même contre-productives si elles se traduisaient par une augmentation du déficit budgétaire), la réduction du déficit fédéral paraît le plus sûr moyen d'atteindre cet objectif.

122

Graphique 1

ÉCARTS DE TAUX D'INTÉRÊT



RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Barro, 1986 : « The Behaviour of United States Deficits », dans *The American Business Cycle*, ed. Gordon, NBER, University of Chicago Press.
- Bernanke, 1990 : « On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spreads », *New England Economic Review*, Boston Fed, nov.-déc. 50-66.
- Bernanke-Blinder, 1988 : « Credit, Money and Aggregate Demand », *American Economic Review*, Papers and Proceedings 78 : 435-439.
- Bernanke-Campbell, 1988 : « Is there a Corporate Debt Crisis ? », *Brookings Papers on Economic Activity* 1 : 83-125.
- Bernanke-Lown, 1992 : « The Credit Crunch », *Brookings Papers on Economic Activity*, à paraître.
- Blanchard, 1984 : « Current and Anticipated Deficits, Interest Rates, and Economic Activity », *European Economic Review* 25 : 7-27.
- Blinder-Stiglitz, 1983 : « Money, Credit Constraints, and Economic Activity », *American Economic Review* 73 : 297-302.
- Canner-Durkin-Luckett, 1989 : « Home Equity Lending », *Federal Reserve Bulletin* 75 : 333-344.
- Deston, 1991 : « Saving and Liquidity Constraints », *Econometrica* 59 : 1221-1248.
- Diamond, 1984 : « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies* 51 : 393-414.
- Eckstein-Sinai, 1986 : « The Mechanisms of the Business Cycle in The Postwar Era », dans *The American Business Cycle*, ed. Gordon, NBER, University of Chicago Press.
- Fama, 1985 : « What's Different about Banks ? », *Journal of Monetary Economics* 6 : 29-40.
- Feldstein, 1991 : « The Budget and Trade Deficits aren't really Twins », NBER Working Paper, n° 3966.
- Fischer I., 1933 : « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica* 1 : 337-357.
- Friedman B., 1982 : « Debt and Economic Activity in the United States », dans *The Changing Roles of Debt and Equity in Financing US Capital Formation*, ed. ; B. Friedman, University of Chicago Press.
- Friedman B., 1983 : « Implications of the Government Deficit for US Capital Formation », dans *The Economics of Large Government Deficits*, Federal Reserve Bank of Boston.
- Friedman B., 1986 : « Money, Credit, and Interest Rates in the Business Cycle », dans *The American Business Cycle*, ed. Gordon, NBER, University of Chicago Press.
- Friedman B., 1991 : « The Risk of Financial Crisis », dans *The Risk of Economic Crisis*, ed., Feldstein, NBER, The University of Chicago Pres.

- Friedman M. et Schwartz, 1963 : *A Monetary History of the United States : 1867-1960*, Princeton University Press.
- Gale-Hellwig, 1985 : « Incentive-Compatible Debt Contracts I : The One-Period Problem », *Review of Economic Studies* 52 : 647-664.
- Gertler, 1988 : « Financial Structure and Aggregate Economic Activity : An Overview », *Journal of Money, Credit and Banking* 20 : 559-588.
- Gertler-Hubbard, 1990 : « Taxation, Corporate Capital Structure, and Financial Distress », dans *Tax Policy and the Economy* 4, ed. Summers, NBER, MIT Press.
- Greenwald-Stiglitz, 1988 : « Imperfect Information, Finance Constraints, and Business Fluctuations », dans *Finance Constraints, Expectations and Macroeconomics*, ed. Kohn-Tsiang, Clarendon Press.
- Greenwald-Stiglitz-Weiss, 1984 : « Informational Imperfections in the Capital Markets and Macroeconomic Fluctuations », *American Economic Review* 74 : 194-200.
- Hicks, 1974 : *The Crisis in Keynesian Economics*, Basic Books.
- Jensen-Meckling, 1988 : « Takeovers : Their Causes and Consequences », *Journal of Economic Perspectives* 2 : 21-48.
- Jensen-Meckling, 1976 : « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics* 3 : 305-360.
- Kashyap-Stein-Wilcox, 1991 : « Monetary Policy and Credit Conditions : Evidence from the Composition of External Finance », *Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series*, n° 154.
- Kaufman, 1986 : « Debt : The Threat to Financial Stability », dans *Debt, Financial Stability and Public Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Kennickell et Shack-Marquez, 1992 : « Changes in Family Finances from 1983 to 1989 : Evidence from the Survey of Consumer Finances », *Federal Reserve Bulletin* 78 : 1-18.
- Kindleberger, 1978 : *Manias, Panics, and Crashes*, Basic Books.
- Mc Nees, 1992 : « The 1990-1991 Recession in Historical Perspective », *New England Economic Review*, Boston Fed, Jan.-Feb., 1-22.
- Moore-Zarnovitz, 1986 : « The Development and Role of the NBER Business Cycle Chronologies », dans *The American Business Cycle*, ed. Gordon, NBER, University of Chicago Press.
- Nelson-Plosser, 1982 : « Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series », *Journal of Monetary Economics* 10 : 139-62.
- Pickering, 1991 : « A Review of Corporate Restructuring Activity, 1980-1990 », *Federal Reserve Board of Governors, Staff Study* n° 61.
- Samuelson, 1939 : « Interactions between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration », *Review of Economics and Statistics* 21 : 75-78.
- Scheinkman-Weiss, 1986 : « Borrowing Constraints and Aggregate Economic Activity », *Econometrica* 54 : 23-46.
- Stock-Watson, 1989 : « New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators », *NBER Macroeconomics Annual* 1989, 351-394.

- Strongin-Eugeni, 1991 : « The Cost of Uncertainty », *Chicago Fed Letter* n° 43.
- Syron, 1991 : « Are We Experiencing a Credit Crunch ? », *New England Economic Review*, Boston Fed, July-Aug. 3-10.
- Townsend, 1979 : « Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification », *Journal of Economic Theory* 21 : 265-293.
- Volcker, 1986 : « The Rapid Growth of Debt in The United States », *Economic Review*, Kansas City Fed, May : 3-12.
- Watson, 1991 : « Using Econometric Models to Predict Recessions », *Economic Perspectives*, Chicago Fed, 15 : 14-25.
- Weidenbaum, 1988 : *Two Revolutions in Economic Policy*, ed. J. Tobin et M. Weidenbaum, MIT Press.
- Wojnilower, 1980 : « The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History », *Brookings Papers on Economic Activity* 2 : 177-340.
- Zeldes, 1989 : « Optimal Consumption with Stochastic Income : Deviations from Certainty Equivalence », *Quarterly Journal of Economics* 104 : 305-346.