

# SURENDETTEMENT ET CRISE FINANCIÈRE

PHILIPPE MEYER,

CEFED-CERPEM, UNIVERSITÉ PARIS DAUPHINE

Le sentiment d'une fragilisation du système financier a suscité depuis quelques années une inquiétude grandissante chez de nombreux économistes. L'aventure désastreuse des « junk-bonds », le crack boursier de 1987, l'accélération du rythme des faillites d'entreprises, de ménages, et d'institutions financières, sont autant d'événements justifiant les craintes quant aux risques d'une crise financière majeure et de sa transmission vers le secteur réel, avec pour conséquence une profonde récession.

185

Il ne s'agira pas ici d'analyser l'ensemble des théories liant les structures financières et l'activité économique, mais plutôt d'examiner le bien-fondé d'une thèse fréquemment formulée : la crise de l'endettement que connaîtraient les agents privés depuis le début des années 80, notamment aux Etats-Unis, constituerait une menace pour la stabilité du système économique et financier. Cette approche a été récemment développée dans trois ouvrages qui nous serviront de référence : *debt, financial stability, and public policy* édité par la Federal Reserve Bank of Kansas City (1986), *The risk of economic crisis* édité par Martin Feldstein (1991) et *Financial markets and financial crisis* édité par Glenn Hubbard (1991).

Cette analyse de l'instabilité financière repose sur trois axes principaux : le surendettement serait une caractéristique de la situation financière des agents privés depuis dix ans ; il jouerait un rôle majeur dans le déclenchement d'une crise financière, et il aurait un impact sur la conduite de la politique économique. Nous examinerons ces points successivement.

## *La crise de l'endettement privé*

La lecture de ces trois ouvrages nous donne l'occasion d'assister à un débat sur la crise de l'endettement qui sévirait aux Etats-Unis depuis la dernière décennie. Une majorité des intervenants, Henri Kaufman et Benjamin Friedman à leur tête, présente une vision très alarmiste de la situation.

L'argumentation généralement employée pour justifier l'importance de ce surendettement est axée autour de deux points :

— Tout d'abord, l'évolution de l'encours de la dette domestique américaine, observée à partir des données patrimoniales agrégées, est jugée comme étant sans précédent, tant en volume qu'en rythme de progression.

— De ce fait, on assisterait à une véritable explosion des charges d'intérêt avec pour conséquence une détérioration croissante de la couverture de ces charges par le revenu des agents.

Bien que tous les secteurs de l'économie américaine semblent avoir été touchés par ce phénomène, les entreprises non-financières sont au centre des inquiétudes des auteurs, que ce soit par le niveau atteint ou par l'utilisation qui en a été faite (rachat d'actions et opérations risquées comme les LBO<sup>1</sup> plutôt qu'acquisition de nouveaux actifs productifs).

La conséquence en est une forte dégradation de la qualité des emprunteurs et de ce fait, une forte croissance des risques pour les prêteurs.

Ainsi, le tableau brossé n'incite guère à l'optimisme. Une lecture quelque peu rapide des arguments avancés est susceptible de faire naître, dans l'esprit d'un observateur peu averti, une vision catastrophique de la situation financière des Etats-Unis. Il devient alors tentant d'adhérer à l'idée d'un surendettement exceptionnellement élevé. Idée reçue, car elle manque cruellement d'une démonstration irréfutable.

Le surendettement fait en effet appel à la notion d'endettement optimal qu'il faudrait pouvoir déterminer avec précision afin de définir une norme au-dessus de laquelle tout endettement serait excessif. Or, à ce jour, aucune étude empirique n'a permis de mettre en évidence une telle norme. La détermination de ces niveaux optimaux se heurte en effet à des difficultés statistiques considérables. En quoi les montants des encours d'endettement existant peuvent-ils dans ces conditions, être qualifiés d'« excessifs » ?

Faute d'apporter de tels éléments, les partisans de l'opinion dominante s'appuient comme nous l'avons vu, sur l'observation des chiffres de l'endettement pour conclure à l'excès. Ce caractère historiquement élevé, ne préjugant au demeurant en rien de son aspect excessif, n'est lui-même pas validé par les faits.

Fort heureusement en effet, les articles de W.H. Summers *Debt problems and macroeconomic policies* et de M. Warshawsky *Is it a corporate debt problem ?* nous rassurent à ce sujet, en mettant en avant les limites de l'approche de Friedman et de Kaufman.

Summers procède à une analyse de l'évolution à long terme de la dette domestique américaine en faisant la cruciale distinction entre dette publique et dette privée. Le comportement aberrant du ratio dette totale/PIB mis en

<sup>1</sup> *Leverage Buy Out* : acquisition d'entreprises financées par un fort niveau d'endettement. Ces acquisitions sont souvent assimilées à des opérations spéculatives.

avant par Friedman apparaît comme étant le résultat de la forte croissance de l'endettement fédéral depuis 1980 (pour des raisons de politique budgétaire), rompant ainsi avec la tendance à la baisse observable depuis les années 50 qui neutralisait la croissance de la dette privée.

L'évolution concernant le secteur privé ne laisse en revanche pas apparaître l'explosion décrite par Friedman. Que ce soit pour les entreprises ou pour les ménages, les niveaux atteints durant la décennie en question sont proches de ceux qu'aurait prédit le *trend* historique.

De plus, le ratio dette/PIB utilisé comme indicateur de tensions financières n'est pas, selon Summers, le mieux adapté à cette fonction. Cette mesure ne tient en effet pas compte de l'actif du patrimoine qui permet de comprendre les raisons de l'évolution de la dette. Par conséquent, il est plus opportun d'examiner la richesse nette (actif moins passif) d'un secteur d'activité que son seul passif pour tirer des conclusions sur la solvabilité des agents endettés.

Une analyse de l'évolution de la situation patrimoniale des entreprises (secteur le plus touché selon Friedman et Kaufman) des principaux pays de l'OCDE depuis les années 60, fait apparaître des ratios dette/actif évalués à leur valeur comptable, comparables à ceux des décennies passées. Aux Etats-Unis, on peut certes observer une croissance continue depuis 1980, mais qui ne fait que compenser la chute de l'endettement des années 70. Seule une vision de court terme peut faire croire à une hausse sans précédent. Cette perception disparaît en tenant compte de l'évolution de long terme. Le plus paradoxal est que c'est aux Etats-Unis que ce ratio a toujours été le plus faible... et au Japon qu'il est le plus élevé.

187

De plus, l'analyse de M. Warshawsky, reprenant l'étude réalisée par Bernanke et Campbell (1988) aboutit à des conclusions similaires. L'utilisation cette fois de valeurs de marchés, plus significatives selon l'auteur dans l'évaluation des risques financiers, pour le calcul des ratios d'endettement d'un échantillon d'entreprises non-financières américaines, montre une certaine stabilité durant les 20 dernières années (avec une forte croissance en 1974).

La situation est identique en ce qui concerne les charges d'intérêt qui n'ont pas atteint des niveaux décrits par d'autres. S'il est vrai, que rapportées à l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE) elles se sont fortement accrues en 1980, du fait de la politique monétaire restrictive décidée par l'administration Volker, leur progression a été fort modérée depuis, et cela peut également être observé dans les autres principaux pays (aux Etats-Unis elle sont passées de 17 % de l'EBE en 1980 à 20 % en 1990, le ratio ayant diminué ailleurs).

Du côté des ménages, la situation financière ne justifie pas davantage les craintes exprimées. De même que pour les entreprises, des problèmes méthodologiques viennent apporter de sérieuses limites à l'analyse des

partisans du surendettement. Comme le souligne fort justement Philippe Aroyo<sup>2</sup>, « (...) on peut se demander s'il est pertinent de retenir le ratio dette/revenu disponible, sauf à vouloir tomber dans le sensationnel (...) ». La forte hausse de ce ratio tient essentiellement à la croissance hypothécaire, prêts dont la longue échéance empêche de reporter leurs remboursements sur le seul revenu de l'année en cours. Seul le crédit à la consommation rapporté au revenu apparaît ainsi comme une mesure satisfaisante des risques financiers. Ce ratio était aux Etats-Unis, de 18 % en 1980 et de 20 % en 1990 (où se situe l'explosion dans ces conditions ?).

La richesse nette des ménages quant à elle, n'a pas cessé de progresser depuis 20 ans. Dénoncer la croissance du passif en omettant de préciser que l'évolution de l'actif a été plus forte relève de la même recherche du sensationnel.

Enfin, il convient d'analyser l'évolution du service de la dette et de la capacité des ménages à l'honorer.

Cette charge se situe en fait à un niveau comparable à celui des deux dernières décennies (18 % du revenu disponible) et une étude récemment réalisée auprès des ménages américains révèle que 93 % d'entre eux n'ont jamais connu d'incidents dans le remboursement de leurs prêts<sup>3</sup>. Si, comme l'indique Philippe Aroyo, « (...) la capacité des débiteurs à honorer leurs engagements permet d'appréhender l'ampleur réelle non plus de l'endettement, mais du surendettement (...) », les motifs d'inquiétudes exprimés doivent être fortement relativisés.

Ainsi, que ce soit pour les entreprises ou pour les ménages, ni la situation patrimoniale, ni le service de la dette, ne permettent de justifier les thèses alarmistes quant à l'explosion de l'endettement privé durant les dix dernières années. La suite des arguments développés dans les ouvrages cités ne le permettront pas davantage.

### *Crises financières et crises économiques*

Si le surendettement suscite un tel débat, c'est, pour de nombreux économistes, parce que son existence éventuelle ferait courir de grands risques à la stabilité de l'économie réelle.

Mais avant d'analyser ces risques, le lecteur de l'ouvrage de Feldstein et de celui de la Banque fédérale de Kansas City, éprouvera les plus grandes difficultés à trouver la réponse à une question qu'il pourra légitimement se poser : qu'est ce qu'une crise financière ? Car si de nombreux auteurs nous décrivent longuement les conséquences néfastes d'une telle crise, bien peu éprouvent le besoin d'en définir avec clarté la nature.

<sup>2</sup> Lettre de conjoncture de la BNP, décembre 1991.

<sup>3</sup> Voir le *Federal Reserve Bulletin* (avril 1991) reprenant l'étude faite par l'université du Michigan.

Friedman, avec une grande prudence, nous précise qu'il est difficile de spécifier ce qu'est une crise financière et d'ajouter aussitôt que « quiconque y est confronté la reconnaît ». Une telle définition ne peut bien sûr être satisfaisante, et ce de la part d'un auteur qui tient à nous prévenir des dangers d'une telle crise.

D'emblée, ce manque de rigueur ne peut que nous inquiéter quant à la teneur de certaines réflexions sur ce sujet, inquiétudes qui seront malheureusement confirmées par la suite. En fait, la littérature distingue généralement deux approches théoriques de la notion de crises financières et de ses implications économiques. Cette distinction est également présente dans les trois ouvrages dont il est question ici. Nous n'en rappellerons que les grandes lignes avant d'examiner plus en détail les conséquences empiriques qui en ont été tirées.

La première approche, macroéconomique, peut, elle-même, être scindée en deux composantes :

— Pour les monétaristes, et à leur tête, Friedman et Schwartz (1963), la crise financière est identifiée à la panique bancaire. La suspension de convertibilité des dépôts en monnaie ou la faillite d'institutions financières entraîne une réduction de la quantité de monnaie, ce qui génère une contraction de l'activité économique. Selon Anna Schwartz (1986), aucune crise financière, définie de la sorte, n'a cependant eu lieu aux Etats-Unis depuis 1933 et au Royaume-Uni depuis 1866. En réaction à l'utilisation répétée du terme même de « crise financière » considérée comme abusive, A. Schwartz préfère « pseudo crises financières » pour qualifier les événements d'une bien moindre importance qui se sont déroulés lors des dernières décennies et que l'auteur qualifie de *financial distress* (situation dans laquelle un individu détient des actifs dont la valeur de marché serait devenue inférieure au passif de cet argent).

— Face à cette vision purement monétaire, une seconde approche macroéconomique basée sur le marché du crédit plutôt que sur la monnaie, analyse la crise financière comme une composante essentielle du cycle économique et plus précisément l'identifie à son point de retournement *upper point*). Ces thèses d'inspiration keynésienne prennent leurs racines dans la grande crise des années 30. On en trouve cependant déjà des traces chez Veblen (1904) et chez Hawtrey (1926) pour qui le crédit est « instable » dans le sens où il amplifie les fluctuations réelles. Mais ce sont surtout I. Fisher avec sa théorie de la « *debt-deflation* » (1933) et H. Minsky avec son « hypothèse d'instabilité financière », dont il nous rappelle une fois de plus les grands axes dans l'ouvrage de Feldstein, qui ont développé cette approche.

Durant la phase ascendante du cycle, des opportunités de profit (données comme exogènes chez Fisher et provenant de la structure des taux chez Minsky) stimulent l'investissement financé par endettement. Il s'en suit une

croissance de la demande de fonds de la part des investisseurs qui fait naître une hausse des taux d'intérêt et par là, un besoin croissant de refinancement. On aboutit très rapidement à une situation de surendettement et de dégradation des structures financières. Trois types de structures sont définies par Minsky : *Hedge, speculative et Ponzi*<sup>4</sup> suivant les rapports entre les revenus des agents et leurs engagements. La première correspond à une parfaite couverture de la charge de la dette par les revenus, la seconde à une simple couverture des intérêts mais non du capital à rembourser, enfin la troisième signifie un refinancement constant par endettement pour faire face aux engagements existants. Le passage d'une structure à l'autre accompagnant la phase de croissance est présenté comme étant endogène au processus. L'évolution d'une situation de financement « couvert » vers un financement « spéculatif » est expliqué par les opportunités de profit citées précédemment. L'émergence d'une structure de type « ponzi » provient d'une part de la hausse des taux d'intérêt et d'autre part du fait que les agents sont obligés de céder des actifs afin d'honorer leurs dettes réduisant ainsi la liquidité de leur patrimoine. Cette cession d'actifs provoque une chute des prix, une hausse de la valeur réelle de la dette et une aggravation de la situation. Il s'en suit une chute de la production (corollaire de la dégradation des « marges de sécurité » que sont la rentabilité anticipée du projet d'investissement et la détention d'actifs liquides) jusqu'à ce que les positions des agents se soient assainies. Le cycle peut alors reprendre.

190

Cette vision selon laquelle, la probabilité d'une crise financière s'accroît au fur et à mesure que l'on s'éloigne de la dernière crise survenue (du fait des changements de comportement des agents : accroissement de la demande de fonds des investisseurs et laxisme croissant des banques octroyant de plus en plus facilement les crédits) a été reprise par de nombreux auteurs pour tenter d'expliquer les fluctuations de l'activité. Deux principales limites doivent cependant être apportées, limites qui justifient le qualificatif de « naïves » que l'on pourra appliquer à ces théories.

Tout d'abord, le processus est basé sur certaines hypothèses fortement contestables :

— l'hypothèse d'aveuglement au désastre ou de myopie des agents (emprunteurs et banques), qui les conduisent à minimiser systématiquement les risques d'une crise financière avec l'écoulement du temps depuis la dernière crise. Cette approche fondée sur les comportements psychologiques et la prise de décision en univers incertain, a été développée par Guttentag et Herring (1984, 1986). Elle repose sur deux hypothèses :

L'hypothèse de disponibilité (*Tversky et Kahneman, 1982*) selon laquelle le temps écoulé depuis la dernière apparition d'une situation entrave la

<sup>4</sup> Les « Ponzi-game », du nom du banquier Ponzi, sont en fait des opérations de « cavalerie » visant à emprunter pour rembourser les dettes existantes.

facilité avec laquelle cette situation vient à l'esprit des agents, et l'hypothèse de seuil, selon laquelle, lorsqu'une probabilité atteint un seuil critique, elle est traitée par les agents comme nulle.

Appliquée au système financier, cette vision aboutit aux conclusions que la concurrence des intermédiaires financiers conduit au surendettement des agents. Dans une phase de croissance, les risques d'insolvabilité sont faibles. Les débiteurs, du fait de l'accroissement des profits, sont considérés comme sûrs et obtiennent le crédit demandé. L'endettement progresse alors sans que la vulnérabilité des débiteurs ne paraisse avoir augmenté. Il n'y a cependant, aucune raison de supposer *a priori*, que des agents rationnels aient un tel comportement et forment de telles anticipations quant à l'éventualité d'une crise financière.

— La notion de surendettement est ainsi difficilement compatible avec celle de rationalité. Il faudrait en effet, distinguer dans l'analyse faite par Fisher et Minsky, le surendettement *ex ante*, déterminé au moment où les agents décident de solliciter les prêts et défini par rapport aux revenus et charges d'intérêt anticipés, du surendettement *ex post*, résultat des opérations liées à l'emprunt caractérisées à partir du montant des revenus effectivement perçus. La différence entre les deux situations est sensible. D'une part, il y aurait la volonté délibérée de s'endetter au-delà du niveau optimal, d'autre part, l'emprunteur subirait cette situation à la suite d'un événement exogène ayant fragilisé ses capacités de remboursement. Malheureusement, les auteurs ne précisent pas de quelle situation il s'agit dans leur processus.

191

— L'hypothèse selon laquelle une hausse des taux d'intérêt accompagne automatiquement l'accumulation de la dette est elle aussi quelque peu abusive. Une analyse plus fine en terme d'élasticité de la demande et de l'offre de crédits permettrait sans doute de préciser les conditions dans lesquelles ce mécanisme joue effectivement. On ne peut affirmer qu'il soit systématique sans approfondir l'étude du fonctionnement du marché du crédit et de ses liens avec le secteur réel.

Mais surtout, la critique principale que l'on peut faire à cette approche « naïve », est, de manière générale, le manque cruel de toute formalisation. On peut en effet regretter qu'une description rigoureuse des mécanismes présentés par les auteurs de ces théories aient totalement été négligée. La présentation sous forme littéraire des raisonnements et arguments avancés ne permettent pas de mettre en évidence la rationalité qui devrait être sous-jacente. Cette absence explique certainement pourquoi la thèse proposée par Minsky a été acceptée par certains praticiens, mais considérée avec précaution par les économistes orthodoxes.

En réaction aux imperfections de ces théories macroéconomiques et à leur incapacité à expliciter avec rigueur la nature et les mécanismes des crises financières, s'est développée une seconde approche, microéconomique

celle-là, basée sur les problèmes informationnels entre débiteurs et créanciers existants sur les marchés. Cette littérature des contrats financiers a été décrite avec précision par Gertler (1988). Le lecteur éventuellement frustré par l'analyse faite par Minsky, trouvera fort heureusement dans l'ouvrage de Glenn Hubbard différents articles qui reprennent cette approche<sup>5</sup>.

Deux principaux problèmes nés de l'asymétrie d'information sont au centre de cette analyse : l'anti-sélection (qui a lieu avant la transaction si l'emprunteur le plus risqué est celui qui a les plus grandes chances d'être sélectionné par la banque), et l'aléa de moralité (qui a lieu après la transaction si la banque est exposée au risque que l'emprunteur s'engage dans une activité qui accroisse sa probabilité de non-remboursement).

Selon Mishkin, une crise financière se définit par « l'incapacité des marchés financiers à octroyer les fonds aux investisseurs ayant les opportunités d'investissement les plus productives, du fait de la sélection adverse et de l'aléa de moralité ». Cette situation conduit à la contraction de l'activité économique à travers la baisse de l'offre de crédits par les banques.

Quatre facteurs conduisent à l'aggravation de l'anti-sélection ou de l'aléa de moralité : la hausse des taux d'intérêt, la chute des prix des actifs, l'accroissement de l'incertitude et la déflation non-anticipée. Ainsi, loin d'être totalement opposée aux théories macroéconomiques traditionnelles, cette approche reprend certains motifs similaires de déclenchement de la crise mais prenant les imperfections d'informations et leurs effets comme mécanismes de transmission vers l'activité économique, ce qui, grâce à une formalisation rigoureuse, offre une cohérence et une clarté aux processus décrits.

Cette rigueur qui fait tant défaut aux fondements théoriques de l'approche « naïve », n'est pas davantage présente dans ce que leurs auteurs appellent analyse empirique, censée valider leurs thèses, et qui en fait, n'est qu'une description chiffrée et graphique de certains phénomènes choisis arbitrairement, mais ne permettant nullement de tirer quelques conclusions que ce soit.

Ainsi, le surendettement des entreprises et des ménages, source et symptôme de la crise financière selon l'opinion dominante affecterait l'activité économique à travers deux canaux : les effets directs sur la demande des agents, et la restriction du crédit offert par le système bancaire, appelée plus couramment « crédit-crunch ». Ces phénomènes s'appliqueraient à la situation actuelle des Etats-Unis, et expliqueraient notamment la persistance de la récession qui sévit depuis 1990.

En ce qui concerne, le premier point, force est de constater qu'aucune étude économétrique ne permet de conclure à un rôle décisif du niveau

5 Voir en particulier les articles de Calomiris-Gorton, et de Mishkin.

d'endettement des entreprises sur leurs décisions d'investir, ni aux Etats-Unis, ni ailleurs. Une analyse des déterminants de l'investissement ne laisse guère de place aux ratios d'endettement dont l'effet n'est pas statistiquement significatif<sup>6</sup>. En se restreignant à la décennie 80, présentée comme la plus vulnérable aux dangers d'une crise financière, on obtient des résultats identiques. De plus, alors que B. Friedman impute à un endettement excessif la croissance du taux de faillite des sociétés non-financières américaines depuis 1980 en se contentant de nous présenter deux courbes ascendantes, une vérification empirique plus détaillée ne permet pas d'accréditer une telle thèse. Comme l'indiquent Patrick Artus et François Lecointe dans une étude récente, « (...) la forte hausse du taux de défaillance aux Etats-Unis résulte plus des politiques monétaires restrictives et des hausses de taux d'intérêt qu'elles impliquent, que de la progression de l'endettement (...) ».

De même en est-il des ménages, où l'on ne trouve guère de traces significatives d'un lien négatif entre encours total de la dette et consommation globale. Il faut souligner le rôle qu'ont pu jouer les nouveaux cadres juridiques mis en place aux Etats-Unis, dans l'accélération de certaines mises en faillite (une étude de la Federal Reserve Bank of Atlanta<sup>7</sup> a ainsi montré que 2/3 de l'explosion des faillites de ménages au début des années 80 peut être imputée à la réforme de 1978). Une comparaison avec les décennies passées se révèle être ainsi fortement biaisée.

193

Tout se passe donc comme si le niveau de la dette n'avait que peu d'effets sur le comportement des agents privés. Dans ces conditions, on comprend mieux l'absence de toute analyse économétrique sérieuse chez les partisans d'une crise financière à venir.

Le second canal de propagation des effets d'une telle crise vers le secteur réel, repose sur la fragilisation du secteur bancaire face à des emprunteurs surendettés et à une politique restrictive de la part des autorités monétaires pour tenter de juguler les effets inflationnistes nés de la forte demande de fonds prêtables. Cette fragilisation conduirait à une restriction de l'offre de crédits, aggravant ainsi le retournement de la conjoncture. Une telle approche a notamment été développée par Eckstein et Sinai (1984), Sinai (1976), Wojnilower (1980, 1985). Ces auteurs, reprenant les fondements théoriques de Minsky, se sont livrés à une analyse des cycles économiques depuis l'après-guerre pour conclure au rôle déterminant selon eux, du « crédit-crunch » dans l'émergence des récessions.

C'est dans cette optique, que de nombreux analystes nous expliquent que

<sup>6</sup> Voit Muet P. (1979) *Modèles économétriques de l'investissement*, Annales de l'INSEE 35, Artus P., Muet P. (1983) *Investissement, contraintes de débouchés, d'emploi. Contraintes financières. Estimation d'un modèle à plusieurs régimes*. OFCE, mars, et Villa P. (1982) *Le modèle DEFI*.

<sup>7</sup> *Economic review*, january 1982.

la récession actuelle proviendrait d'une restriction de crédits consécutive à la vague d'endettement des dix dernières années. Pas plus que le précédent, cet argument ne résiste à l'observation objective des faits et de fortes nuances doivent y être ajoutées.

Une étude récente de Bernanke et Lown (1991), devrait ainsi nous rassurer à ce sujet. On y apprend en effet, que bien qu'il y ait eu depuis 1990 un certain ralentissement de la quantité de crédits en circulation aux Etats-Unis (comparable à celui ayant eu lieu lors des récessions précédentes), il ne saurait être assimilé à un « crédit-crunch ».

Les raisons de ce ralentissement sont en effet à chercher plutôt du côté de la demande de crédits, dont la chute apparaît normale en période de contraction de l'activité, que de celui de l'offre (les formes de crédits non-bancaires ont également diminué alors qu'elles auraient dû s'accroître si seules les banques avaient décidé de freiner l'offre créant ainsi une demande excédentaire). Cela est d'autant plus vrai que la politique monétaire restrictive ne semble nullement avoir ralenti cette offre (la concurrence bancaire pour les dépôts ne s'étant pas accrue). Comme l'indique Philippe Ricarte<sup>8</sup>, « (...) la vérification empirique de l'hypothèse de rationnement est difficile à réaliser car il n'existe pas de statistiques permettant de mesurer l'écart entre ce qui est demandé et ce qui est accordé (...) ».

En revanche, il apparaît que certaines contraintes de capitalisation imposées aux banques aient pu agir sur leur distribution de prêts, de telle sorte que plutôt qu'un « crédit-crunch », les deux auteurs préfèrent parler d'un « capital-crunch ». Cet effet demeure cependant très modéré (il n'expliquerait que 2 à 3 % de la réduction des crédits de 1988 à 1990).

Enfin, Bernanke et Lown montrent que cette réduction de la quantité de crédits en circulation dans l'économie américaine, n'a que peu d'effets sur la récession que connaît le pays (notamment ses conséquences sur le chômage se révèlent être extrêmement limitées), battant ainsi en brèche nombre d'idées reçues à ce sujet.

#### *Les conséquences pour la politique économique*

Le troisième point généralement abordé dans les réflexions sur la crise financière, concerne les implications en matière de conduite de la politique économique. Les trois principales théories font jouer au prêteur en dernier ressort un rôle capital, mais aboutissent à des conditions différentes qui ne clarifient pas un débat déjà bien confus.

Selon l'opinion dominante des théories « naïves », l'accroissement excessif de la dette privée suscite des inquiétudes quant à la réaction des autorités

monétaires. Afin d'éviter tout risque de récession, dont les effets seraient amplifiés en raison de la situation financière des agents, la Banque centrale serait prête à effectuer une politique monétaire expansionniste en vue d'une baisse des taux d'intérêt qui allègerait le poids de la dette. Cette politique comporterait cependant des effets inflationnistes importants. On peut toutefois noter que l'exemple du Japon vient contredire cette thèse. Avec des entreprises bien plus endettées qu'aux Etats-Unis, le taux d'inflation y est très inférieur. De plus, une contradiction semble subsister, comme l'indiquent Bernanke et Lown, dans la logique de cette vision. Si toute crise financière se caractérise par un « crédit-crunch », donc une restriction du crédit offert par les banques, la politique monétaire expansionniste n'aura que peu d'effets sur l'activité et on ne voit pas pour quelles raisons la Banque centrale la mettrait en place.

Selon l'approche monétariste, la crise financière étant totalement identifiée à la panique bancaire, le prêteur en dernier ressort ne devra intervenir, en prêtant libéralement aux banques, que dans le cas de retraits massifs des fonds par les déposants afin d'éviter une crise de liquidités. Toute intervention de ce type en d'autres circonstances serait inefficace. En fait, si la Banque centrale est capable, selon cette vision, de maintenir la croissance monétaire à un taux approprié, son intervention en tant que prêteur en dernier ressort n'aura pas lieu d'être. Mc Callum<sup>9</sup> va jusqu'à affirmer qu'une telle attitude aurait permis d'éviter la grande dépression des années 30.

195

Ces recommandations, appuyées sur une vision très restrictive de la crise financière, peuvent cependant apparaître comme dangereuses. Elles ne tiennent en effet pas compte des autres sources potentielles d'une telle crise et de ses canaux de transmission vers le secteur réel autre que la panique bancaire. Il n'est fait nulle part mention de ce que A. Schwartz appelait elle-même les « pseudo crises financières » et des moyens à mettre en œuvre pour en atténuer les effets.

Enfin, l'analyse en terme d'asymétrie d'information qui ne lie pas automatiquement crise financière et panique bancaire, assigne au prêteur en dernier ressort un rôle de fournisseur de liquidités au système financier même si la crise trouve son origine en dehors du système bancaire. Cette approche suggère également, contrairement aux monétaristes, des facilités d'escompte de la part de la Banque centrale à certains secteurs financiers en difficulté dans le même objectif de disponibilité de liquidités (pouvant aller jusqu'à fixer un taux d'escompte inférieur au taux d'intérêt du marché). Cette politique d'escompte « sectorielle » permet de fournir des liquidités aux secteurs qui en ont réellement besoin et uniquement à eux. En l'absence d'une telle pratique, cet objectif ne serait atteint qu'à travers la diffusion de

<sup>9</sup> *Carnegie Rochester Conferences series on Public Policy* 1988, 29.

liquidités à l'ensemble de l'économie (par des opérations d'open-market) et au prix de tensions inflationnistes.

Les contradictions que faisaient apparaître les deux approches précédentes semblent être ainsi contournées par cette analyse microéconomique. Elle ne peut ainsi être considérée comme une alternative aux théories « keynésiennes » ou « monétaristes », mais plutôt simultanément complémentaire : elle a, en effet, extrait le meilleur des deux approches (la prise en compte des situations financières des agents pour la première et l'importance du fonctionnement du marché bancaire pour la seconde) en laissant le pire (le manque de rigueur chez les keynésiens traditionnels et l'approche réductrice du problème chez les monétaristes dogmatiques).

Il n'en demeure pas moins qu'à la lecture des trois ouvrages à laquelle nous nous sommes livrés, on ne peut que regretter que de nombreux auteurs aient adhérer à la « prophétie » pour les uns ou à la « myopie » pour les autres. Une vision plus réaliste de la crise financière leur aurait sans doute évité de sombrer dans un certain nombre d'idées reçues. Il ressort en particulier de cette lecture, que ni l'analyse théorique, ni l'étude empirique de ce que l'on a appelé l'approche « naïve » de la crise financière (la plus souvent reprise) n'ont suffisamment d'arguments pour convaincre des dangers et de l'imminence d'une telle crise.

Les titres-choc et les phrases à sensation de certains articles ne paraissent être destinés qu'à entretenir, voire à conforter un pessimisme ambiant permettant ainsi à leurs auteurs d'éviter de s'interroger sur d'autres problèmes, réels ceux-là.

### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Altman E, Sametz A. (1977) *Financial crisis : institutions and markets in a fragile environment*, Wiley.
- Bernanke B. (1983) Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression, *American Economic Review* 73 : 257-76.
- Bernanke B., Campbell (1988) Is there a corporate debt crisis ? *BPEA* 1 : 83-139.
- Bernanke B., Campbell (1990) Us corporate leverage : developments in 1987 and 1988, *BPEA* 1 : 255-86.
- Bernanke B., Gertler M. (1990) Financial fragility and economic performance, *Quartly journal of economics*.
- Bernanke B., Lown C. (1991) The credit crunch, *BPEA* 2 : 205-247.
- Eckstein O, Sinai A. (1986) The mechanisms of the business cycle in the postwar Era, in : *The american business cycle : continuity and change*, Gordon (eds), University of Chicago Press for NBER, Chicago.

- Fisher I. (1933) The debt-deflation theory of great depression, *Econometrica* 1 : 337-57.
- Friedman M., Schwartz A. (1963) *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.
- Gertler M. (1988) Financial structure and aggregate economic activity : an overview, *Journal of Money, Credit and Banking* 20 : 559-88.
- Greenwald B., Stiglitz J. (1988) Information, Finance constrains and Business fluctuations, In Kohn-Tsiang (eds), Oxford University Press, Oxford.
- Guttentag J., Herring R. (1986) Disaster Myopia in international Banking, *Essays in international finance* n° 164 : 1-36.
- Hawtrey R. (1926) *The trade cycle*. Economist (Rotterdam).
- Kindleberger C. (1978) *Manias, paics and Crashes*, Mc Millan, London.
- Mankiv G. (1986) The allocation of credit and financial collapse, *Quartly Journal of Economics* 101 : 455-70.
- Minsky H. (1982a) *Inflation recession and economic policy*, Weetsheef book, LTD.
- Minsky H. (1982a) *Can « it » happen again ? Essays on Instabilty and Finance*, Harmonk, New York.
- Minsky H. (1986) *Stabilizing unstable economy*, New Haven and London, Yale University Press.
- Mishkin F. (1991) *Anatomy of a financial crisis*, NBER Working paper n° 3934.
- Mishkin F. (1992) *The economics of money, banking and financial markets*, Harper Collins, New York.
- Scheinkman J., Weiss L. (1986) Borrowing constrains and aggregate economic activity, *Econometrica* 54 : 23-41.
- Schwartz A. (1986) real and pseudo-financial crisis, in Capie, Wood (eds), *Financial crisis and the world banking system*, Mac Millan, London.
- Sinai A. (1976) Credit crunches : An analysis of the postwar experience. In *Parameters and policies of the US economy*, Eckstein eds, Amsterdam : North Holland.
- Stiglitz J., Weiss A. (1981) Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review* 71 : 393-410.
- Stiglitz J. (1992) Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies, *European Economic Review* 36 : 269-306.
- Townsend R. (1983) Financial structure and economic activity, *American Economic Review* 73 : 893-411.
- Veblen T. (1904) *Theory of business enterprise*, New York : Charles Scribner's Sons.
- Wojnilower A. (1980) The central role of credit crunches in recent financial history, *BPEA* 2 : 277-340.
- Wojnilower A. (1985) Private credit demand, supply and crunches — How different are the 1980's ? *American Economic Review*, may : 351-56.