

LA REDÉCOUVERTE DES CYCLES FINANCIERS

GUILLAUME COLOSIEZ ET MOULDI DJELASSI*

L'intérêt porté à la question des cycles n'est pas nouveau. Les crises économiques des années trente ont suscité l'apparition d'une littérature importante sur l'analyse de l'instabilité du niveau général de l'activité. Mais la période des trente glorieuses est marquée par une phase de croissance longue. La question des cycles économiques devient dans ce contexte obsolète. C'est la crise de 1974 qui ressuscite l'intérêt pour l'analyse des cycles d'activité.

Dans les années 50 et 60, le seul plafond réel à l'expansion de l'activité économique est le plein emploi. Un nouveau plafond se manifeste avec les chocs pétroliers: la disponibilité des ressources naturelles. Ce choc de productivité est intervenu à un moment où les autorités négligent le contrôle de la monnaie. Cette situation conduit à l'accélération de l'inflation et à la dégradation de la compétitivité extérieure. Une issue est la restriction monétaire par les taux d'intérêt réels.

Dans ce contexte, le renouveau de la théorie des cycles suit trois voies de recherche. La première, appelée «Real Business Cycles», explique les variations du niveau d'activité par des chocs technologiques. La nouveauté de cette analyse est d'insister d'une part sur la propagation temporelle et sectorielle d'un choc exogène transitoire et d'autre part, sur la stabilité de l'équilibre en absence de choc. La seconde approche, plus traditionnelle, considère que les cycles économiques sont la manifestation d'un phénomène monétaire. En effet, dans ce type d'explications, les variations d'offre de monnaie, notamment par le canal du taux d'intérêt, sont les causes des fluctuations économiques. La dernière approche met en avant les imperfections du marché financier comme sources d'aggravation cyclique. L'intérêt de cette analyse est d'examiner les contrats de dette et le rôle des intermédiaires financiers pour expliquer d'une façon endogène l'ampleur des fluctuations actuelles de l'investissement. Ce courant renoue avec les résultats de Marx, Schumpeter et Keynes: ce sont les

109

* Institut Orléanais de Finance

Nous tenons à remercier particulièrement Anne Lavigne pour son aide et ses nombreux conseils.

caractéristiques intrinsèques du système capitaliste qui engendrent les fluctuations cycliques.

L'objet de cet article est d'insister sur l'importance des contraintes financières dans les phénomènes cycliques. Il apparaît alors que la nature des contrats de financement axés sur le long terme est à même d'amortir l'impact des chocs conjoncturels.

I - Les sources des fluctuations économiques : une revue succincte

Traditionnellement, les économistes distinguent deux sources de fluctuations économiques. La première source trouve son origine dans des chocs dits réels qui perturbent la productivité. La seconde correspond à des chocs monétaires qui modifient le volume de monnaie en circulation dans l'économie.

1) Les chocs réels

Ces modèles qui ne tiennent compte ni des variables monétaires, ni des variables financières, sont d'une extrême simplicité et surtout échouent dans l'explication de l'ampleur des cycles économiques.

1.1. Présentation du courant des cycles réels ou RBC.

Le courant des cycles réels ou Real Business Cycles (RBC) est né récemment aux Etats-Unis et a contribué au renouveau de l'analyse théorique des fluctuations économiques. Il explique l'existence des cycles par des chocs réels (par exemple l'augmentation du prix du pétrole) qui, en modifiant les coûts de production, affectent l'équilibre de l'activité économique. La prise en compte des chocs monétaires n'est pas jugée nécessaire. Les variations de la quantité de monnaie disponible qui accompagnent les niveaux de production globale, sont en fait des réponses endogènes aux perturbations réelles. La première conclusion qui vient à l'esprit est que, puisque la monnaie s'adapte *a posteriori* aux chocs exogènes, toute politique monétaire est par nature contre-productive (PRESCOTT - 1986).

Partant de ce postulat, PLOSSER (1989) explique le mécanisme de propagation des chocs réels, en faisant abstraction de la monnaie. Il prend l'exemple de Robinson Crusoé qui est sur son île à la fois producteur et consommateur. Deux types de contraintes se présentent : le partage du temps entre le travail et le loisir ainsi que la répartition de la production entre la consommation et l'investissement. Vaut-il mieux alors manger de suite le blé ou conserver des graines pour les semailles ? Tout dépend de la préférence de notre naufrager vis à vis du présent ou du futur et du caractère durable ou transitoire du « choc technologique ». Ce dernier est ici

analysé comme une bonne ou une mauvaise récolte.

Lorsque l'augmentation de productivité est transitoire - c'est par exemple le cas d'une récolte exceptionnelle due à un aléa climatique -, Robinson est plutôt incité à investir ce surplus de richesse aujourd'hui pour en retirer les fruits demain. Ainsi, un choc temporaire de productivité peut se propager dans le temps.

Lorsque le changement technologique est acquis d'une façon définitive - Robinson découvre une terre plus fertile -, le processus de production gagne en efficacité. Dans ce cas-là, Robinson ne consacrera pas plus de graines aux semailles car il sait que sa productivité a augmenté une fois pour toute. A quoi bon devenir plus prévoyant puisque la richesse finale a augmenté.

Dans ce modèle, l'investissement, l'emploi, et la consommation sont des variables procycliques aux chocs transitoires de productivité. En d'autres termes, les fluctuations économiques ont pour origine des phénomènes réels exogènes et aléatoires.

1.2. Les insuffisances des modèles RBC.

Les limites relevées dans ces modèles sont de deux ordres, empiriques et théoriques. Tout d'abord, les modèles RBC ne sont pas capables de restituer les caractéristiques observées des cycles. PLOSSER (1989) trouve en revanche des résultats proches de la réalité. Mais comment un modèle basé sur des considérations technologiques peut-il expliquer sans discernement des fluctuations économiques dont l'origine est parfois des chocs d'offre, parfois des chocs de demande ?

111

D'autre part, la logique de cette analyse voudrait que les firmes profitent pendant les ralentissements économiques, des opportunités d'investissement à faible coût concernant notamment le bas niveau des salaires et du taux d'intérêt, pour réaliser la construction du capital durable, dont la valeur effective est peu sensible aux ralentissements conjoncturels. Or, il existe des frictions de marché, notamment sur la rigidité des prix et des salaires. Autrement dit, on constate dans la réalité, des fluctuations d'emploi plus fortes que celles des salaires, alors que théoriquement l'ajustement doit se faire par les prix. Une diminution du coût des facteurs de production devrait permettre une augmentation de l'offre globale. Autre difficulté, comment expliquer l'existence des cycles de productivité ?

C'est pourquoi, afin de pallier toutes ces insuffisances, des auteurs ont proposé des extensions aux modèles RBC. FAIRISE, HENIN et LANGOT (1992) introduisent la notion d'indivisibilité du travail. Le choix extrême entre travailler à plein temps ou se consacrer entièrement aux loisirs amplifie l'impact des chocs de productivité. La transmission de ces derniers est facilitée par la dimension «économie ouverte» (BRUNO et POR-

TIER - 1993). Pour ARTUS (1993a), il faut ajouter aux chocs réels transitoires des modifications de préférences, un contexte inflationniste et des contraintes de liquidité. KING-PLOSSER (1984) et WILLIAMSON (1987) endogénéisent les uns la monnaie et l'autre l'intermédiation financière. Ils obtiennent alors des résultats assez satisfaisants, mais s'éloignent considérablement de l'analyse dichotomique initiale.

On ne peut contester le fait que l'économie mondiale se trouve parfois soumise à des chocs de nature réelle. Les aléas climatiques vont permettre une récolte exceptionnelle du maïs aux Etats-Unis, alors que le Brésil connaîtra une chute catastrophique en volume de sa production de café. Mais pourquoi ce choc sectoriel affecterait-il toute l'économie ? Puisque la théorie RBC raisonne dans le cadre néo-classique, les ajustements en terme de prix devraient alors atténuer l'impact réel ! Mais ces ajustements ne se produisent pas dans la réalité. Le revenu permanent des producteurs de café est raisonnablement peu affecté, de même que celui des consommateurs. Le comportement rationnel des producteurs est de puiser, lors des mauvaises récoltes, dans les stocks qu'ils ont accumulés durant les périodes de bonnes récoltes. De même, les ménages lors des récessions, utilisent l'épargne de précaution qu'ils ont préalablement constituée pendant les expansions économiques, afin de ne pas freiner leurs dépenses de consommation lorsque leurs revenus diminuent. Dans un tel contexte, on a du mal à comprendre qu'une telle ampleur des fluctuations puisse se produire suite à des perturbations réelles somme toute peu importantes. D'autant plus que les stocks d'actifs physiques et liquides devraient permettre de lisser les fluctuations économiques.

Quelques explications théoriques sont alors avancées pour comprendre pourquoi l'ajustement par les prix qui devrait atténuer l'impact des chocs technologiques, ne se produit pas. La «*Menu Cost Theory*» suggère ainsi que c'est le coût dissuasif des ajustements par les prix (la renégociation des salaires) qui favorise les ajustements en termes volumes, autrement dit, de quantités produites. Cette explication apparemment contre-intuitive introduit les problèmes de relations contractuelles. Les théories du salaire d'efficacité expliquent en revanche pourquoi en périodes de difficultés, l'ajustement se fait plutôt en terme d'emploi que de salaire. L'idée est que si les salariés ne sont pas suffisamment rémunérés, ils ne seront pas efficaces. Aussi, les employeurs préféreraient payer curieusement des salaires élevés plus incitatifs.

Les explications des cycles d'activité en termes de chocs technologiques (RBC), de renégociation coûteuse des salaires (*Menu Cost Theory*) ou de salaires délibérément trop élevés (salaires d'efficacité) nous éloignent de la réalité. Vient alors le moment d'explorer l'impact des phénomènes monétaires, comme facteur explicatif de l'ampleur des crises économiques.

2) Les chocs monétaires et fluctuations économiques

L'approche RBC étant décidément peu convaincante, on est amené à examiner un de ses postulats fondamentaux : la neutralité de la monnaie. Il apparaît très vite que cette hypothèse n'est pas fondée.

2.1. La neutralité de la monnaie

Selon les thèses réelles, la monnaie n'affecterait pas l'activité, mais uniquement le niveau général des prix. Le fait que les études empiriques trouvent une corrélation positive entre la monnaie et la production s'interprète comme une réponse endogène de la monnaie aux chocs de productivité (AHMED (1993) et BLANCHARD (1990)).

KING et PLOSSER (1984) distinguent deux composantes de la monnaie: celle offerte par la banque centrale (base monétaire) et celle gérée par les intermédiaires financiers (les dépôts bancaires). Dans la théorie des cycles réels, les firmes ont besoin de «services de transactions» - les crédits - en tant que facteurs de production. Ces services dépendent plus particulièrement des dépôts. KING et PLOSSER avancent alors deux explications de la relation entre monnaie et production. La première explication privilégie le rôle des intermédiaires financiers. Lors d'un choc réel positif, les firmes vont accroître leur production et donc leur demande de crédits. Pour répondre à ce surcroît de demande, les banques sollicitent des dépôts supplémentaires. Ainsi, les anticipations des mouvements de l'activité entraînent des variations du crédit et des dépôts.

La seconde explication insiste sur le rôle de la banque centrale pour satisfaire la demande de fonds. Lorsque les opportunités de croissance sont favorables, les individus accroissent leur demande de monnaie. Si les autorités monétaires ont un objectif de contrôle du niveau de taux d'intérêt, elles vont répondre par une augmentation de l'offre de liquidités. Les augmentations proportionnelles de l'offre et de la demande de monnaie permettent une stabilisation des taux d'intérêt. Dans ce cas-là, la croissance de la monnaie est révélatrice des niveaux futurs de production. Mais cela suppose que les autorités monétaires aient choisi de contrôler le coût du refinancement et non pas son volume.

Quoiqu'il en soit, l'analyse de KING et PLOSSER est limitée par une conception très réductrice de l'activité financière. AHMED (1993) étudie alors la relation entre monnaie et production sur les données américaines de la période 1953-1992. Il obtient une corrélation dont la robustesse s'effrite avec le temps. Une explication se situe certainement du côté des innovations financières. Techniquement, avant 1979, l'agrégat monétaire M1 était un meilleur indicateur de l'activité économique que M2, alors qu'après cette date, M2 devient plus pertinent. Quoiqu'il en soit, la relation obtenue entre monnaie et production n'est pas causale. La monnaie ne

serait qu'une réponse endogène aux variations de l'activité globale. C'est pourquoi, les analyses RBC soulignent l'inefficacité de la politique monétaire. Cette affirmation est fréquemment contestée.

2.2. La remise en cause de la neutralité de la monnaie

L'existence des phénomènes d'anticipation et de redistribution constitue, comme nous allons le voir, un pavé sérieux dans la mare des thèses de la neutralité.

Le cycle économique peut découler de l'imperfection de l'information et de l'incertitude sur les prix nominaux. On parle alors d'erreurs d'anticipations.

D'une part, les firmes peuvent se tromper sur l'origine des fluctuations de prix et confondre inflation avec variation des prix relatifs. LUCAS (1987) évoque alors le problème d'extraction de l'information. Lorsque le prix de marché du produit offert par une firme augmente, cela peut s'interpréter comme une hausse de la demande de ce produit. La firme augmente alors son niveau de production. Mais cette hausse de prix peut être générale et il n'y a objectivement pas lieu d'augmenter le volume de production.

Une politique monétaire laxiste, non décelée par les firmes, peut contribuer à la relance de l'activité. Mais si cette politique est répétée, un phénomène d'apprentissage des agents va se produire et ces derniers ne vont plus réagir en terme de volume aux impulsions monétaires.

D'autre part, on a vu précédemment qu'il existait des rigidités de prix, telles que les contrats de travail. En signant un contrat de travail à long terme, fixant les conditions nominales pour toute la période du contrat, entrepreneurs et salariés sont obligés d'anticiper l'état futur de l'économie, et particulièrement, les prix et la monnaie. Ainsi, lorsque les prévisions des agents sont incorrectes, l'inflation non anticipée réduit les salaires réels. Les entreprises sont alors normalement incitées à accroître leur production, ce qui aboutit à une causalité allant de la monnaie vers la production. Mais STIGLITZ (1992) montre que si on caractérise les fonctions de production comme dépendantes uniquement du facteur travail, il n'est pas possible de lier les faibles variations du salaire réel avec les fortes fluctuations de la production. De plus, les analyses traditionnelles sont incapables d'expliquer pourquoi les secteurs où les prix sont particulièrement flexibles, sont en fait les secteurs les plus sensibles aux fluctuations de la production. Pourquoi, par exemple, pendant la Grande Dépression, certains secteurs d'activité ont connu une diminution considérable des salaires réels sans entraîner une reprise de la production ?

Les erreurs d'anticipation concernant la politique monétaire peuvent donc conduire à une relation causale monnaie-production. D'AUTUME (1986) reprend les arguments mettant en avant la notion d'anticipation

rationnelle. Celle-ci repose sur des hypothèses très restrictives. Mais même si l'on accepte cette notion, on ne peut négliger le fait que, pour des raisons institutionnelles, la monnaie ait des effets redistributifs.

Les effets de répartition (transferts de revenu ou de patrimoine) induits par les variations de taux d'intérêt et de prix relatifs, se manifestent sous trois formes.

La première est la modification de la répartition des revenus entre prêteurs et emprunteurs. Il semblerait que l'enrichissement des rentiers se fasse au détriment du bien-être général. Ces derniers ont une propension marginale à consommer plus faible que les débiteurs. En conséquence, une hausse des taux d'intérêt réels, en transférant plus de revenus vers les créanciers, se concrétise par une réduction des dépenses globales.

Les variations de taux d'intérêt modifient également la valeur du patrimoine des agents (actifs physiques, titres publiques et monnaie). Les plus ou moins values sur les titres antérieurement émis entraînent des effets de richesse positifs ou négatifs, incitant les agents à modifier leurs dépenses.

Enfin, l'évolution des taux peut induire des effets de substitution. En limitant l'octroi des nouveaux prêts et en augmentant la rémunération de l'épargne, un mouvement des taux d'intérêt à la hausse peut contribuer à réduire la consommation au profit de l'épargne.

L'existence de ces effets de répartitions nous amène à rejeter l'hypothèse de voile monétaire et limite par conséquent la portée des analyses RBC.

Aussi, quelle que soit l'origine des cycles d'activité, aucune de ces approches n'est satisfaisante dans l'explication de l'amplitude des cycles économiques. Peu importe finalement l'origine des fluctuations (envolée du prix des produits pétroliers, conflits, intégration économique,...). Ce qui est fondamental, c'est l'analyse du mécanisme de propagation de ces chocs. Après avoir acquis la conviction que la monnaie n'a pas un impact neutre sur l'activité réelle, nous allons étudier le rôle de la politique monétaire dans la transmission des différents chocs économiques.

II - Politique monétaire et fluctuations économiques

L'extrême difficulté à expliquer les crises économiques récentes à partir des seuls facteurs réels, combinée à une profusion de perturbations financières - désintermédiation, développement des innovations financières et des faillites bancaires pour les Etats-Unis -, ont conduit les économistes à reconsidérer la question monétaire et son impact sur l'activité économique. Autrement dit, si la monnaie n'est pas neutre, de quelle manière la politique monétaire affecte-t-elle la production ? Deux canaux de transmissions sont possibles :

- par l'offre de monnaie : la «*money view*» considère que toute modification de la quantité de monnaie offerte entraîne une variation du niveau du taux d'intérêt, donc du coût de financement des investissements, ce qui se répercute sur l'activité.

- par l'offre de crédit : la «*credit view*» explique que toute variation de la quantité de monnaie offerte par la banque centrale joue sur la disponibilité du crédit bancaire, et donc sur les possibilités de financement des différents investissements.

Dans un premier temps, nous verrons que «*la money view*» n'est pas une approche toujours pertinente de la transmission des chocs économiques. Les tenants de cette thèse font en effet abstraction d'imperfections propres aux marchés des capitaux qui perturbent ce mécanisme de transmission. La «*credit view*» en revanche, inclut ces restrictions de marché et c'est pourquoi elle paraît plus intéressante. Malheureusement, les différents indicateurs de cette approche n'ont pas indiqué de retournements conjoncturels lors des dernières crises. C'est notamment le cas pour la récession américaine de 1990-1991. Ceci suggère qu'il faut trouver des mécanismes autres que la politique monétaire pour expliquer l'amplitude des cycles économiques.

116

1) *La remise en cause de l'approche par l'offre de monnaie*

Cette approche correspond à la description traditionnelle du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Elle se situe dans un monde idéal où les agents économiques sont indifférents entre les sources de financement (bons du Trésor, obligations d'Etat, billets de trésorerie, certificats de dépôts, actions, crédits bancaires,...). Or, les marchés de capitaux ne sont pas parfaits. Les restrictions d'information qui caractérisent ces marchés sont en partie levées par les intermédiaires financiers, notamment lorsque les emprunteurs disposent d'une faible richesse nette. Ceci implique que le crédit bancaire est par nature spécifique et ne peut être remplacé par aucune autre source de financement.

1.1. *Les asymétries d'information.*

La littérature économique distingue deux catégories d'asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs. Ces asymétries sont de types *ex-ante* ou *ex-post*.

L'asymétrie d'information ex-ante

STIGLITZ et WEISS (1981) mettent en avant des frictions liées à l'information sur le marché des capitaux. Il existe en effet sur ces marchés des phénomènes d'anti-sélection, c'est-à-dire que les emprunteurs vont cacher *ex ante* - par exemple au moment de la réalisation du contrat de

financement - des informations aux prêteurs. En effet, seuls les investisseurs connaissent la qualité réelle de leurs projets. Ne pouvant apprécier parfaitement le risque de défaut, les prêteurs ont tendance à surtarifier ce risque. Les emprunteurs de bonne qualité, c'est-à-dire ceux ayant une forte probabilité de remboursement et donc un faible risque de défaut, préfèrent renoncer à leurs projets d'investissement lorsque le coût de l'emprunt qu'ils sont sûrs de rembourser est trop dissuasif. Seuls restent sur les marchés des capitaux les emprunteurs de mauvaise qualité. Il peut se produire alors ce que MANKIW (1986) nomme un effondrement du marché des capitaux (*financial collapse*). Jugeant en effet le risque moyen du marché trop élevé, les prêteurs se retirent de ce marché.

L'asymétrie d'information ex-post

Celle-ci provient de l'inobservabilité pour les prêteurs des actions entreprises *ex-post* (après l'octroi des crédits) par les emprunteurs. A cause de la clause de responsabilité limitée, ces derniers sont incités à réaliser des actions cachées. On parle alors de risque moral ou d'aléa de moralité. Ainsi, les entrepreneurs sont amenés à prendre plus de risques afin de maximiser leur espérance de rentabilité, et ce au détriment de la probabilité de succès du projet d'investissement.

Les théories RBC et keynésiennes considèrent que les prix reflètent une information parfaite. Or, on vient de voir que sur les marchés des capitaux, l'information disponible est asymétrique. Il faut donc des mécanismes autres que les prix (taux d'intérêt) pour compléter ces imperfections de marché.

117

1.2. Mécanismes réducteurs des asymétries d'information et hétérogénéité des emprunteurs

Le problème du prêteur est d'inciter les emprunteurs à révéler toute l'information dont ils disposent et à ne pas entreprendre des actions qui augmenteraient la probabilité de défaut. Cela nécessite des activités coûteuses de contrôle. Le prêteur supporte alors ce que la littérature appelle des «coûts d'agence», qui se manifestent par des opérations de sélection *ex-ante* - pour contrer les effets d'antisélection-, et de contrôle *ex-post* - pour remédier au risque moral. Nous verrons alors dans un premier temps que les intermédiaires financiers ont un avantage comparatif sur les autres prêteurs dans la réduction de ce coût d'agence. Dans un second temps, nous constaterons que ce coût d'agence n'est pas identique pour toutes les catégories d'emprunteurs. Tout ceci nous amènera à dire que les sources de financement ne sont pas parfaitement substituables et que donc la transmission d'un choc monétaire ne se fait pas uniquement par le canal du coût du financement.

Les intermédiaires financiers, réducteurs du coût d'agence

Les intermédiaires financiers tels que les banques, les fonds de pension ou les compagnies d'assurance, se spécialisent dans l'acquisition d'information, l'évaluation des projets et le contrôle des résultats des investissements. DAVIS (1992) et STIGLITZ (1992) résument en trois points les raisons de la performance des intermédiaires financiers dans l'allocation des prêts.

Tout d'abord, il existe d'importantes économies de spécialisation au niveau de l'expertise, c'est-à-dire la sélection et le contrôle des emprunteurs.

118 Ensuite, en effectuant la sélection et le contrôle pour tous les déposants, les intermédiaires financiers font des économies d'échelle considérables. En effet, la finance directe nécessite une duplication des coûts de monitoring et de sélection entrepris par chaque actionnaire. Il peut se poser alors un problème du type *free-riding*, c'est-à-dire que l'actionnaire individuel cesse son action de surveillance, pensant que les autres actionnaires le font à sa place. Or, si tous adoptent ce comportement, il n'y aura plus de contrôle effectif de l'emprunteur. Il faut donc confier les fonctions de sélection et de contrôle à un représentant de tous les prêteurs. C'est le rôle de surveillance déléguée aux intermédiaires financiers (*Delegated monitoring*-DIAMOND 1984), ce qui permet aussi d'annuler la duplication des coûts de monitoring. BERNANKE et CAMPBELL (1988) considèrent de plus que le coût de monitoring peut-être assimilé au coût de faillite. En effet, le contrôle ne s'effectue pas systématiquement comme dans le cadre du financement par action, mais seulement lors des situations de non-remboursement des sommes fixes déterminées par le contrat de dette. Si les emprunteurs sont contrôlés par les intermédiaires financiers, qui va alors contrôler ces derniers ? Les déposants ne sont pas incités à exercer la surveillance car ils disposent de garanties institutionnelles (assurance des dépôts, prêteur en dernier ressort) et structurelles (principes de diversification et de transformation des échéances - DIAMOND 1984) leur assurant une rémunération certaine de leurs dépôts. L'avantage comparatif des intermédiaires financiers en termes d'économie d'échelles est donc liée à la réduction du coût de surveillance.

Pour finir, il ne faut pas négliger les économies d'envergure que font les banques au niveau de la production des différents services financiers. Elles peuvent par exemple acquérir des informations sur la situation financière de l'emprunteur grâce à la gestion régulière de ses comptes (LEWIS - 1992).

Les avantages comparatifs des intermédiaires financiers dans la réduction des coûts d'agences sont déterminants. C'est pourquoi le rôle des établissements financiers est primordiale dans le financement de l'écono-

mie. Une étude récente de KING et LEVINE (1993) analyse la croissance économique de quatre-vingt pays sur la période 1960-1989. Il en ressort une relation causale entre développement du système financier intermédié et croissance économique, conformément aux arguments Schumpéteriens traditionnels.

La question qui se pose est de savoir comment certains types d'emprunteurs peuvent se passer du financement intermédié.

Réputation, richesse nette et coût d'agence

Les coûts d'agence supportés par les prêteurs dépendent aussi des caractéristiques des emprunteurs. Deux caractéristiques sont alors déterminantes : la réputation et la richesse nette de l'emprunteur.

Les perspectives de besoins futurs de financement confèrent à la réputation une valeur qui augmente en cas de remboursement de l'emprunt courant et qui se déprécie rapidement dans le cas contraire. Cette réputation est pour le prêteur une protection contre les problèmes de risque moral et d'antisélection. Les entreprises qui disposent d'une bonne réputation peuvent alors faire jouer la concurrence entre les différentes sources de financement externe - intermédiaires financiers compris -, puisque la probabilité d'avoir à exercer un contrôle est très faible, ce qui atténue l'avantage comparatif des banques.

De la même façon, les entreprises qui disposent d'une richesse nette élevée ont plus à perdre qu'à gagner en cas de non respect du contrat de financement. La richesse nette est ici envisagée comme la somme des actifs de la firme et de ses perspectives de cash-flow actualisées. Une richesse nette élevée dissuade les emprunteurs de tout comportement opportuniste. En effet, en cas de défaillance dans les remboursements du prêt, c'est toute la valeur de la firme qui passe sous le contrôle des prêteurs (AGHION et BOLTON - 1992). Sachant que les entrepreneurs sont alors peu incités à prendre des risques inconsidérés, les prêteurs vont réduire le coût de surveillance et proposer des conditions de financement plus intéressantes en terme de taux.

D'un point de vue empirique, seules les firmes de taille importante ont une réputation et richesse nette suffisante pour faire jouer la concurrence entre les prêteurs (BECKETT-MORRIS (1992) et MORGAN (1992)). CASTEL et ULLMO (1991) évaluent à 1200-1500 les entreprises françaises pouvant accéder au marché financier, alors que 40.000 firmes de plus de 50 salariés en seraient exclues. Les problèmes de risque moral et d'antisélection ne se posent pas dans les mêmes termes pour les grandes firmes et les PME. Ces dernières sont généralement sans réputation et sans richesse nette, ce qui les oblige d'une part à subir un coût d'agence élevé, et d'autre part, à dépendre des crédits bancaires pour le financement externe, puisque les

intermédiaires financiers sont les mieux à même de minimiser ce coût d'agence. GERTLER et HUBBARD (1988) montrent que, les entreprises américaines ayant une taille de portefeuille d'actifs inférieure à 50 millions de dollars, détiennent plus de 68 % de leur dette sous forme de crédit bancaire contre 14% pour les grandes firmes. En subissant des coûts d'évaluation de la solvabilité des emprunteurs et du contrôle de l'affectation des fonds empruntés, les banques maîtrisent une information non marchandable qui est un avantage comparatif déterminant dans l'activité de prêt. Les intermédiaires financiers permettent donc la réalisation de transactions financières impossibles dans une organisation de marché.

C'est pourquoi, à la vue de tous ces arguments, il nous paraît difficile d'envisager une parfaite substitution entre tous les actifs non-monétaires (crédits bancaires, billets de trésorerie, obligations,...) pour toutes les catégories d'emprunteurs. Aussi, le canal de transmission de la politique monétaire et son impact sur l'activité réelle ne peuvent s'envisager uniquement comme le font keynésiens et neo-keynésiens au travers du coût du financement. Analyser les fluctuations économiques par rapport aux variations de la quantité de monnaie offerte nécessite comme nous allons le développer, la prise en considération de la disponibilité du crédit bancaire qui affecte différemment les agents.

120

2) L'approche par l'offre de crédit.

Selon l'approche keynésienne traditionnelle, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation de l'offre de monnaie conduit à une réduction des taux d'intérêt et à la reprise des investissements. Cette analyse est basée sur des relations stables entre la monnaie, le revenu national, et les taux d'intérêt. Cette focalisation excessive sur le niveau des taux d'intérêt ignore le fait, qu'excepté les périodes de 1930-1935 et 1980-1988, les taux d'intérêt réels ont peu varié et ne peuvent expliquer les fluctuations cycliques.

JAFFEE-STIGLITZ (1981) proposent alors une analyse alternative, basée sur l'offre du crédit bancaire. Cet actif ouvre un nouveau canal de la transmission de la politique monétaire. Si les firmes sont indifférentes aux sources de financement, la chute des prêts bancaires n'affectera pas leurs dépenses puisqu'elles augmenteront leur recours au financement alternatif. Or, on a vu précédemment que certaines firmes dépendaient des intermédiaires financiers. Une réduction de l'offre les conduit à réduire leurs stocks et investissements. Aussi, les variations de l'offre de crédit bancaire pourraient expliquer l'amplitude de certaines crises américaines (Grande Dépression de 1929, credit crunch de 1966 ou encadrement du crédit de 1980).

2.1. Offre de crédit et activité économique

Nous présentons brièvement le fonctionnement de cette approche, avant de nous intéresser aux dysfonctionnements pouvant affecter ce canal de transmission.

Présentation théorique de la «credit view»

Le fait que les imperfections de marché en terme d'information rendent PME et particuliers exclusivement dépendants de l'offre de crédit bancaire, modifie les mécanismes traditionnels de transmission des chocs monétaires.

Pour MORGAN (1992), les chocs monétaires affectent doublement l'activité réelle. Premièrement, un effet quantité se produit, qui affecte directement PME et particuliers lorsque la capacité des banques à prêter est réduite ou contrainte en terme de refinancement. Deuxièmement, il se produit un effet taux d'intérêt qui en modifiant systématiquement la valeur de la richesse nette de tous les agents économiques, est considéré comme une transmission indirecte de la politique monétaire. Les variations en terme de richesse nette affectent le coût d'agence des emprunteurs et modifient donc leurs demandes de financement.

BERNANKE et BLINDER (1992) mettent en avant que cette approche donne aux restrictions monétaires un impact plus fort que dans les thèses keynésiennes. En effet, dans ces moments, un effet quantité (diminution des quantités de crédits offertes) s'ajoute à l'effet taux (diminution de la quantité demandée). Est-ce à dire que toute relance monétaire est peu efficace? Tout dépend, comme nous allons le voir, de la santé financière des établissements bancaires.

121

La santé financière des intermédiaires financiers

En cas de choc positif, la politique monétaire peut s'avérer inefficace. Les banques, lorsque leur situation financière est trop fragile - déclin des fonds propres bancaires ou politique monétaire restrictive -, peuvent être dans l'incapacité d'augmenter leur offre de crédits. Cette réticence à prêter empêche l'activité économique de redémarrer. Le non renouvellement des prêts entraîne d'une part la destruction du stock d'information géré par les banques et d'autre part, l'augmentation du coût du crédit. L'investissement global chute, les faillites des entreprises se multiplient. Dans les cas extrêmes, cela peut déboucher sur des paniques bancaires. BERNANKE et JAMES (1991) étudient par exemple les répercussions des courses aux guichets pour 24 pays. Ils s'aperçoivent que les chutes de production sont plus importantes dans les pays qui connaissent des paniques bancaires. Le problème qui se pose alors est la question du prêteur en dernier ressort. La

banque centrale doit-elle se contenter de faciliter les conditions de refinancement des banques commerciales durant les crises ou aussi assurer la pérennité des intermédiaires financiers comme le suggère BRIMMER (1989) ?

A la suite de ces différentes réflexions, des études ont été menées afin de vérifier empiriquement si la disponibilité du crédit a effectivement un impact sur l'investissement global.

2.2. Résultats empiriques de l'approche par l'offre de crédit

Politique monétaire, offre de crédit et activité économique.

BERNANKE et BLINDER (1992) constatent que les politiques monétaires restrictives entraînent un déclin immédiat des dépôts bancaires et des fonds propres des banques. Les crédits bancaires, en revanche ont tendance à augmenter, pour diminuer six mois après le déclenchement des restrictions monétaires. Ce qui se passe, c'est que pendant les six premiers mois, les banques compensent la réduction de leurs dépôts par la vente de leurs fonds propres. Elles peuvent alors continuer à faire face à la demande de prêts bancaires. Mais au bout des six mois, vient le moment de la restructuration du capital bancaire, entraînant une diminution de l'offre de prêts.

122 MORGAN (1991) explique ce décalage entre le durcissement monétaire et le déclin de l'offre de crédits bancaires par le fait que les banques continuent à prêter aux agents ayant auparavant signé des lignes de crédit (loan commitment). Selon cet engagement, ces clients sont prioritaires, dans les périodes de restrictions monétaires.

Les études empiriques de GERTLER-GILCHRIST (1993), KASHYAP-LAMONT-STEIN (1992) et STIGLITZ-WEISS (1992) permettent d'établir les résultats suivants: lors des restrictions monétaires, on constate simultanément une croissance de l'émission du papier commercial, une augmentation du financement externe des grandes firmes pendant que les petites le réduisent, une sensibilité plus forte pour certains secteurs d'activité (la construction de logements) et un ajustement plus accentué en termes d'investissement et de stock pour les petites firmes.

L'approche traditionnelle par la monnaie est incapable d'expliquer pourquoi les petites firmes sont plus affectées par l'effet coût du capital (augmentation du taux d'intérêt). De plus cette approche ne résout pas la contradiction entre la faible variation du niveau des taux d'intérêt et l'ampleur des fluctuations économiques. Tout ceci renforce l'idée que la disponibilité du crédit est déterminante dans la compréhension des cycles d'activité.

Se pose alors la question de l'origine de la contraction du volume des

crédits. Comment distinguer à priori si on a à faire à un problème de demande, c'est à dire que les agents économiques réduisent leurs demandes de fonds prêtables car ils n'ont pas d'opportunités d'investissement, ou si on est confronté au contraire à un problème d'offre, les intermédiaires financiers réduisant leur offre de prêt ? Il suffit d'observer les différentes sources de financement. Si on assiste à une contraction de toutes les formes de financement externe, c'est qu'on est en présence d'une réduction de la demande. En revanche, lorsque seule l'offre de crédit bancaire se réduit, les autres sources de financement externe, telles les émissions de billets de trésorerie, ont tendance à augmenter, ce qui suggère un ralentissement de l'octroi des crédits bancaires dû à un durcissement des conditions de refinancement des banques commerciales. C'est pourquoi, l'écart de taux entre celui du papier commercial et celui des titres d'Etat semble être un indicateur pertinent de la tendance restrictive ou expansionniste de la politique monétaire.

FRIEDMAN-KUTTNER (1992) et STOCK-WATSON (1989) observent le différentiel de taux, appelé spread, entre le papier commercial et les bons du Trésor à six mois. Il s'avère que ce spread a un véritable pouvoir prédictif quant à la situation économique à venir, c'est à dire que lorsqu'il augmente, la récession économique va suivre. Comment l'expliquer ? Une première réponse est de considérer le spread comme un proxy de la perception du marché du risque de défaut. Mais si cela est vrai, toutes les autres mesures du risque de défaut auraient un pouvoir prédictif, ce qui n'est pas le cas.

123

BERNANKE (1990) avance l'idée que le spread est révélateur de l'intensité de la politique monétaire. Un durcissement des conditions de refinancement des banques de second rang auprès de la banque centrale entraîne une contraction de l'offre de crédits bancaires et une augmentation des émissions de papier commercial. Il s'en suit une augmentation du taux d'intérêt des billets de trésorerie par rapport à celui des titres d'Etat. Le spread augmente donc lors des restrictions monétaires. On trouve une relation semblable entre certificats de dépôts et bons du trésor.

L'explication de FRIEDMAN et KUTTNER sur le rôle prédictif contracyclique du spread est plus liée aux anticipations de firmes. Lorsqu'elles envisagent une chute future de la demande de biens, ces dernières s'attendent à un accroissement du besoin de liquidités afin de compenser la diminution probable des cash flows et l'augmentation du coût de stockage. Les grandes firmes émettent donc un surplus de billets de trésorerie avant la récession effective.

Mais si spread et offre du crédit bancaire sont révélateurs de la tendance laxiste ou expansionniste de la politique monétaire, faut-il pour autant négliger la surveillance des agrégats monétaires ? La réponse est évidem-

ment négative, puisque les variations monétaires précèdent les modifications de l'offre de crédit bancaire. Simplement, la relation crédit-activité est plus stable que le lien monnaie-activité.

Le problème est que lors de la crise américaine de 1990-91, l'indicateur de spread n'a fait apparaître aucun signe de tension. Ceci suggère qu'on est plus confronté à un problème de demande globale de fonds prêtables, qu'à une restriction du côté de l'offre de crédit. GARNIER (1992) y décèle l'existence d'une nouvelle forme de crise, qualifiée comme nous le verrons, de «debt-recession».

Après avoir constaté dans les développements précédentes que d'une part on ne pouvait décrire les fluctuations économiques en conservant l'hypothèse de neutralité de la monnaie et que d'autre part la politique monétaire n'était pas systématiquement pertinente pour expliquer l'ampleur de ces cycles, nous nous intéressons aux contraintes financières en tant que facteurs explicatifs de la profondeur des crises récentes.

III - Les cycles financiers

Dans la théorie classique les contraintes financières n'existent pas. Les taux d'intérêt jouent alors un rôle contracyclique puisqu'ils diminuent lorsque l'activité économique recule. Mais les imperfections de marché vont au contraire conduire à un rôle procyclique des conditions de financement.

124

1) Contraintes financières effectives et fluctuations économiques.

Un résultat de ce qui précède est que les asymétries d'information, qui caractérisent les marchés de capitaux, conduisent à l'émergence d'institutions spécialistes - les intermédiaires financiers - dans l'acquisition de renseignements concernant les emprunteurs.

Une seconde implication de ces imperfections de marché est que le profit des banques n'est pas une fonction strictement croissante du taux débiteur. A partir d'un certain niveau de taux, les effets d'antisélection et d'aléas de moralité, augmentent excessivement le nombre d'emprunteurs défaillants, réduisant considérablement le rendement des établissements prêteurs. Aussi, ces derniers ne serviront pas tous les emprunteurs potentiels, pratiquant ce que la littérature appelle un rationnement. C'est-à-dire qu'il n'y aura pas égalité entre la demande et l'offre de fonds prêtables, contrairement aux enseignements de l'analyse traditionnelle.

1.1 Le rationnement du crédit.

Ce comportement des intermédiaires financiers s'explique par la nature spécifique du crédit bancaire. Celui-ci s'opère contre une promesse de

paiement futur, il existe toujours un risque de défaillance. L'échange de fonds prêtables se produisant dans un monde incertain, le prix d'équilibre ne correspond pas nécessairement à l'égalité entre l'offre et la demande. La littérature distingue deux sortes de prix du crédit : une tarification qui ne prend en compte que le taux d'intérêt et une tarification incluant les deux paramètres taux et garanties. Nous verrons que ces deux types de contrats ne peuvent exclure toute forme de rationnement.

Contrat de dette simple et rationnement.

Dans le cas du contrat de dette simple, un individu est dit rationné lorsqu'il ne peut obtenir la totalité du crédit demandé, même en acceptant de payer des taux plus élevés.

STIGLITZ et WEISS (1981) justifient la présence de ce déséquilibre durable par le fait qu'augmenter les taux débiteurs sélectionne automatiquement les projets les plus risqués. En effet, la demande des «bons emprunteurs» - ceux qui ont une forte probabilité de remboursement - est une fonction décroissante du taux d'intérêt, alors que celle des «mauvais emprunteurs» est fonction croissante de ce même taux. La justification de ce comportement se trouve du côté des effets d'antisélection et de l'aléa de moralité dus à la clause de responsabilité limitée. Cette disposition légale dispense les emprunteurs d'engager leurs biens personnels pour le remboursement des dettes contractées pour le compte de la firme. La courbe d'offre de prêt ne dépend alors pas d'une façon strictement positive du taux d'intérêt. La banque maximise son profit attendu à un niveau donné de taux, aussi n'outrépassera-t-elle pas ce taux critique et rationnera le volume de prêts octroyés.

125

ARTUS (1993a) explique ainsi la forme de cette courbe : lorsque l'emprunteur-entrepreneur fait faillite, la banque prêteuse récupère l'actif de la firme, diminué du coût d'examen de l'état de faillite et du coût de faillite en termes de fermeture de l'activité, de réorganisation ou de coût légal... Si ce coût de faillite est faible, le banquier craindra peu les banqueroutes car il récupérera quasiment la totalité de l'actif de la firme défectueuse. Le taux débiteur proposé sera dans ce cas-là plus élevé. Il n'y aura donc pas de rationnement, mais un risque de sous-investissement de la part des firmes de bonne catégorie qui ne voudront pas financer des projets avec un coût élevé. Dans les situations où le coût de faillite est important, il y aura rationnement général pour éviter la multiplication des banqueroutes coûteuses pour la banque. Le surinvestissement concerne alors les emprunteurs de mauvaise catégorie, car l'établissement bancaire ne peut distinguer entre les bons et mauvais emprunteurs. On observe simultanément dans ces moments-là une diminution du taux débiteur et un durcissement des conditions d'accès au crédit bancaire.

Le rationnement étant inévitable, il risque de frapper aveuglement bons et mauvais emprunteurs. Aussi, certains auteurs proposent une multiplicité de contrats - dits révélateurs - qui ne se différencient pas par les taux mais par d'autres caractéristiques telles que la garantie (BESTER - 1990) ou la taille de prêt (MIDDLE-RILEY - 1989).

Contrat de dette avec collatéral et rationnement.

Pour les particuliers, le véritable prix du crédit dépend essentiellement de deux catégories de déterminants: le taux qui englobe les différents éléments de coût, ainsi qu'un ensemble d'actifs incorporels inquantifiables appelé collatéraux. Ces derniers représentent toutes les formes de garanties - apports personnels, cautions, gages, hypothèques, transferts de titres, ouvertures de comptes, domiciliations (salariés) -, permettent de discriminer entre les catégories d'emprunteurs. L'introduction de la valeur de sûreté revenant à la banque en cas de défaut de l'emprunteur, transforme le contrat de dette en contrat incitatif ou discriminant. La banque, en offrant un ensemble de contrats différenciés, identifie les emprunteurs et leur risque à partir du choix du contrat que ceux-ci feront. Les emprunteurs les plus risqués privilégient les contrats les plus chers et requérant le moins de garanties. En effet, ces individus ont une probabilité très forte de perdre le montant de leur sûreté. Les emprunteurs moins risqués choisissent en revanche les contrats à faibles taux débiteur et à valeur de sûreté importante. Le collatéral réduit donc les conséquences des phénomènes d'antisélection et d'aléa de moralité en diminuant les pertes du prêteur au moment des défauts.

126

La richesse joue pour les firmes un rôle similaire au collatéral. Un haut niveau de richesse nette limite aussi les comportements opportunistes des entrepreneurs, alors que les firmes les plus pauvres sont victimes du rationnement. Dans leur modèle de 1988, GERTLER et HUBBARD réintroduisent le concept de coût d'agence, égal à la différence entre les coûts de financement externe et interne. L'aléa de moralité conduit les emprunteurs à sous-investir en détournant du capital. Ils ne vont pas systématiquement investir les sommes empruntées, préférant conserver des actifs liquides non décelables, qu'ils récupéreront en cas de faillite. Ce faisant, ils réduisent la probabilité de succès de leur projet d'investissement. Pour remédier à cette incitation, les prêteurs alloueront des fonds selon le niveau de richesse nette des emprunteurs. Celle-ci se compose de la richesse effective sous forme de fonds propres et des perspectives de gains, c'est-à-dire les cash flows actualisés. Le niveau croissant de richesse nette, même s'il n'est pas comme le collatéral, intégralement récupérable par l'établissement financier, accentue la perte des emprunteurs en cas de faillite et évite les comportements de sous-investissement. La richesse

nette rend le financement externe plus accessible, ce qui n'est pas neutre sur le niveau d'investissement global.

Mais la richesse n'est pas la seule variable qui va déterminer le degré de rationnement. Il faut en effet tenir compte de l'incertitude, du niveau du taux d'intérêt sans risque, du coût de faillite,... DAVIS (1992) évoque alors la nature complexe du contrat de dette. Cette promesse de remboursement a une exécution incertaine et qui diffère selon les emprunteurs. Ce type de contrat nécessite une spécification *ex ante*, de la somme avancée, du taux débiteur, de l'échéance, des garanties pour sécuriser l'emprunt, des circonstances de faillite qui permettent au prêteur de saisir les actifs de l'emprunteur, des conditions de rééchelonnement ou de renouvellement des prêts. Or, durant la période de contrat, l'état de ces variables se modifie. Les garanties et actifs des entreprises peuvent se déprécier, les risques et coûts de faillite augmenter, à cause d'une mauvaise appréciation de l'état futur de l'environnement ou d'un comportement opportuniste de l'emprunteur. Les établissements bancaires ne sont donc pas totalement couverts. Ils peuvent alors choisir de rationner même les contrats avec garanties, et ce d'autant plus qu'un effet d'anti-sélection joue en présence de sûretés croissantes.

STIGLITZ et WEISS (1987) développent l'argument selon lequel les emprunteurs diffèrent à deux niveaux: la richesse initiale et l'aversion pour le risque, qui est fonction décroissante de cette richesse. Leur idée est la suivante : pour un montant de sûreté donné, la désutilité subie en cas de faillite sera plus importante pour un emprunteur pauvre que riche. Dans un article plus récent (1992), STIGLITZ et WEISS reprennent l'idée que collatéral et taux amènent de la même façon au problème d'anti-sélection. En effet, une partie importante de l'accumulation de la richesse est le résultat d'une prise de risque supérieure à la moyenne, combinée avec de la réussite. Les emprunteurs qui sont capables de fournir le collatéral sont aussi ceux qui ont une plus grande préférence pour le risque.

De ceci, il découle que sur le marché du crédit, les mécanismes de sélection par les prix, même enrichis par le recours aux garanties contractuelles, génèrent des effets d'anti-sélection, et ce essentiellement au cours des périodes de récession. Dans ces moments là, la valeur du collatéral et de la richesse nette diminuent à cause de la désinflation, rendant plus attractifs les comportements opportunistes. Les banques accentuent alors le rationnement du crédit, ce qui contribue à amplifier la crise initiale.

1.2. Rationnement du crédit et implications macroéconomiques.

On veut établir ici un lien entre les performances d'une économie et l'importance du rationnement du crédit. Certains secteurs d'activité, caractérisés par de fortes asymétries d'information subissent de plein fouet le

rationnement du crédit. Mais il semblerait que ce rationnement affecte aussi les grandes firmes ayant d'autres sources de financement externe. On parle alors de rationnement financier.

Rationnement du crédit et investissement des PME.

Les firmes ont une offre désirée basée sur les prix, anticipations,... Mais elles peuvent avoir besoin de crédit pour financer leur production. Si elles sont indifférentes aux sources de financement, une chute en volume des prêts bancaires n'affecte pas leurs dépenses. Mais si les intermédiaires financiers jouent un rôle spécial, le financement externe deviendra plus rare et plus cher. Les firmes dépendantes des banques, c'est-à-dire les PME, sont confrontées à une rupture de l'offre effective. Elles vont alors réduire l'utilisation de capital humain, les stocks et les dépenses d'investissement, alors que leur probabilité de faillite augmentera. L'offre agrégée des PME diminue donc, entraînant une chute considérable de l'emploi et de la demande des consommateurs.

Ce comportement a aussi des effets indirects pour les grandes firmes. Les PME en sont les fournisseurs et les clients. Les grandes firmes courent alors deux types de risques : une délivrance tardive des facteurs de production et un non remboursement, des crédits-interentreprises. Le rationnement du crédit des PME affecte les revenus des grandes firmes. Si les marchés des capitaux sont parfaits, ce choc entraîne une diminution du stock de fonds propres, qui sera compensée grâce à l'émission d'actions nouvelles. Le volume d'investissement des grandes firmes ne sera pas perturbé car celles-ci repercuteront sur le prix de vente les difficultés nouvelles de production.

Mais il n'est pas évident que l'émission d'actions nouvelles soit à court terme un substitut parfait au crédit bancaire. Dans ce cas-là, on débouche sur un rationnement financier qui a des conséquences non négligeables sur l'activité réelle.

Rationnement financier et investissement des grandes firmes.

En période de récession, les marchés financiers sont incapables d'orienter efficacement les fonds vers les firmes ayant les meilleures opportunités d'investissement, puisque leur richesse nette et leur réputation ont diminué. L'émission d'actions nouvelles est interprétée par le marché comme un mauvais signal. Ceci aboutit à une baisse du prix des titres qui s'explique par l'asymétrie d'information qui caractérise la finance directe. Pour MYERS et MAJLUF (1984), les managers ne peuvent révéler au marché financier la véritable valeur des actifs de la firme et ses opportunités en matière de technologie, production et stratégie. Le risque est que les concurrents profitent de ce type d'informations stratégiques. Aussi, plutôt

que d'émettre des titres nouveaux, les managers préfèrent s'endetter lorsque les perspectives de gains sont favorables. Dans ces conditions, l'endettement bancaire a un effet positif sur la valeur de la firme. Les marchés financiers interprètent l'engagement de la banque comme une garantie de la qualité des projets d'investissement. En effet, les intermédiaires financiers ont une supériorité informationnelle par rapport aux autres prêteurs intervenant sur le marché (Section II). SLOVIN-JOHNSON-LASCOK (1992) constatent alors que les annonces de l'engagement des banques augmentent le prix des actions de ces grandes firmes et réduisent le coût d'acquisition des fonds propres.

MISHKIN (1991) analyse à travers le concept de crise financière les conséquences du rationnement du crédit pour les grandes firmes. La crise financière résulte de l'incapacité des marchés financiers à allouer efficacement les fonds lorsque les asymétries d'information et leurs conséquences, sont trop importantes. L'augmentation de l'incertitude (changements institutionnels ou politiques), le déclin du marché boursier, la baisse non anticipée du niveau général des prix, la diminution de la demande, les paniques bancaires accroissent le risque de défaut. Les grandes firmes sont alors confrontées à un rationnement financier. Elles vont privilégier, au détriment des actifs spécifiques tels que les dépenses de recherche et développement ou de formation, les actifs liquides qui serviront de garanties au prêteur. Cela contribue à l'effondrement de l'investissement global et à la contraction générale de l'activité.

Toutes ces études confirment le fait que lorsque les agents économiques sont soumis à des contraintes financières, leurs dépenses dépendent de leur revenu courant et non pas du revenu futur. JAFFEE et STIGLITZ (1990) considèrent que les dépenses courantes varient en fonction d'une part de la liquidité présente, ensuite des habitudes de consommation et pour finir des anticipations de rationnement individuelles. Lorsque ces dernières sont très fortes, les agents diminuent leur consommation présente, afin de constituer des réserves de liquidité, disponibles au moment du rationnement effectif. A l'inverse, une diminution des contraintes de liquidités rend effectivement la consommation dépendante du revenu permanent.

2) Alourdissement des contraintes financières et fluctuations économiques.

La récession américaine de 1990-91 coïncide avec l'augmentation du prix du pétrole et la vague de pessimisme affectant la consommation des ménages après la crise du Golfe. Comment ce choc de productivité a-t-il pu se propager ? La transmission par le canal du crédit implique l'observation des quatre phénomènes suivants : un durcissement des taux directeurs

de la Federal Reserve Bank, un accroissement de l'émission de certificats de dépôts comme substitut à la diminution des dépôts bancaires, une augmentation de l'émission de billets de trésorerie pour compenser la chute anticipée du revenu des firmes, et une variation positive du spread.

Or, aucune de ces caractéristiques n'a été constatée lors de la récession américaine. Pourtant il y a bien eu une très faible progression du volume des prêts. SYRON (1991) évoque un crédit crunch pour l'Angleterre et certains Etats américains. Mais plus qu'un problème d'offre, il semble que les raisons du ralentissement économique sont à chercher du côté de la demande de fonds prêtables (BERNANKE et LOWN - 1992). Deux voies de recherche sont alors explorées. La plus ancienne privilégie la solvabilité réelle des agents économiques. Le second axe de recherche insiste sur les anticipations des agents concernant leurs contraintes futures de financement. Ces deux analyses, en se focalisant sur les déterminants de la demande de financement, apportent des éléments de réponse à l'amplitude des fluctuations économiques.

2.1. La crise de solvabilité.

La debt-deflation.

130 Cette thèse trouve son origine dans les travaux de FISHER (1933). Elle sera reprise par de nombreux auteurs pour expliquer la crise de 1929. CALOMARIS (1993) rappelle que la *debt-deflation* se produit dans une économie surendettée où il y a simultanément baisse brutale du cours des actifs et chute du niveau général des prix. Le mécanisme est le suivant: une chute des prix compromet la solvabilité des emprunteurs qui sont obligés de vendre à perte leurs actifs pour rembourser leurs dettes, amplifiant ainsi la désinflation et le nombre de défaillances. La solvabilité des institutions financières peut alors être atteinte, sauf si la banque principale intervient en injectant des liquidités pour sauver le stock d'informations privées gérées par le système bancaire et éviter ainsi l'augmentation du coût global de monitoring, pénalisant l'ensemble de l'économie. Mais après avoir consolidé la santé financière des établissements bancaires, il faut s'occuper de celle des agents non financiers. La sortie de la crise se ferait naturellement par l'inflation (B. FRIEDMAN - 1986). L'idée est que les emprunteurs ont une propension marginale à consommer plus élevée que les prêteurs. Une relance inflationniste annulerait la charge de leur dette, leur permettant de consommer à nouveau et contribuerait ainsi à la relance de l'activité.

BERNANKE et GERTLER (1990) analysent l'effet de la *debt-deflation* sur la capacité financière des emprunteurs. La réduction du niveau général des prix entraîne une chute de la valeur de la richesse nette. Cette diminution de la richesse nette augmente d'une part les besoins de

financement des agents et réduit d'autre part leurs possibilités d'accès au financement, puisque le rationnement est corrélé négativement aux valeurs des garanties. On parle alors de fragilité financière. L'accès au financement externe étant plus cher et plus délicat, la performance des investissements s'en trouve affectée. Les entrepreneurs potentiels peuvent renoncer à l'évaluation coûteuse des différents projets d'investissement pour placer leur dotation initiale au taux sans risque plus attrayant. Une politique de transfert vers les entrepreneurs disposant de garanties faibles est alors envisagée sous forme de taxation de l'épargne.

Le surendettement.

Les propensions à consommer et à investir dépendent de la capacité des agents à absorber les risques, et donc au montant de fonds propres déjà accumulés. FISHER (1933) situe l'origine du surendettement dans l'apparition de nouvelles industries et inventions, et le développement de ressources neuves. Les perspectives de gains réduisent l'incertitude concernant l'environnement futur et les entreprises acceptent d'investir. L'endettement est alors basé sur des anticipations euphoriques des revenus futurs. La réaction à un choc affectant le revenu est brutale lorsque la situation financière est trop dégradée. Aussi, plus l'endettement est privilégié par rapport à l'autofinancement, plus l'économie est instable. Le surendettement caractérise essentiellement la situation financière des agents privés depuis dix ans. La forte dégradation de la qualité des emprunteurs et la croissance de la probabilité de défaillance qui en découle rendent la situation financière instable.

131

BERNANKE et CAMPBELL (1988) constatent cet accroissement de la dette globale. Les facteurs explicatifs sont en termes de comportement et d'environnement: un optimisme excessif concernant les anticipations de prix - la croissance des cours boursiers valorise par exemple les portefeuilles de titres susceptibles de servir de garantie pour l'endettement immobilier, tandis que l'inflation réduit la charge de la dette,... -, une fiscalité qui encourage l'endettement, une dérèglementation qui accentue concurrence et prise de risque excessive dans l'activité de prêt....

Le haut niveau d'endettement incite les managers de l'entreprise à mener une bonne gestion. La menace de faillite et donc de perte de contrôle devient effectivement plus lourde. Mais les gains microéconomiques en termes de restructurations administratives ou managériales peuvent sembler bien modestes comparativement à l'impact macroéconomique puisqu'un excès d'endettement contribue à accentuer la propagation des chocs. L'accumulation de la dette passée rend alors impossible toute compensation de la diminution des cash flows par un nouvel endettement.

Aussi, lorsque le fardeau de la dette devient trop lourd, les agents économiques sont incités à se recapitaliser sous formes d'actifs liquides et ce au détriment de l'activité économique. Dans un contexte de concurrence effrénée, le système bancaire a peut être fait preuve de laxisme et fragilisé l'économie. Mais les responsabilités ne sont-elles pas à chercher du côté de la politique économique ?

Par le passé, la stabilité de l'endettement global résultait des mouvements opposés de chacune de ses composantes. Plus exactement, il y avait corrélation négative entre dette publique et dette privée. En période de récession, l'Etat augmentait son déficit budgétaire pour compenser la réduction des dépenses privées. Or, durant la dernière décennie, aux Etats-Unis, agents privés et gouvernement auraient augmentés simultanément leur niveau d'endettement, rendant impossible le recours au déficit budgétaire au moment des crises économiques.

Mais MEYER (1992) émet deux réserves. D'une part, il n'est pas évident que le surendettement soit aussi considérable que certains le proclament. La richesse nette des ménages américains n'a pas cessé par exemple de progresser depuis plus de vingt ans. Mais plus fondamentalement, on n'arrive pas à relier l'endettement réel avec l'amplitude des crises économiques récentes. C'est pourquoi, après avoir considéré les problèmes réels de solvabilité, il n'est pas inintéressant d'aborder le rôle des anticipations des agents sur leurs capacités à emprunter et leurs risques d'illiquidité.

2.2. La crise d'illiquidité.

Cette crise d'illiquidité s'analyse de deux façons. Soit le contexte économique conduit les individus à se désendetter, et on parle alors de *debt-recession*, soit les agents économiques endogénéisent les contraintes financières et mettent en place un mécanisme accélérateur capable d'expliquer l'ampleur et la durée des dernières récessions économiques.

La debt-recession.

GARNIER (1992) explique que la *debt-recession* résulte d'une montée de l'incertitude concernant la capacité future à assurer le service de la dette. La prudence conduit les agents économiques à se désendetter afin de réduire le risque d'illiquidité. Dans un tel contexte, la politique monétaire perd de son efficacité car l'insuffisance de la dépense globale ne provient pas d'un crédit trop cher ou trop rare, mais du refus d'emprunter de la part des agents économiques. La peur du chômage, la diminution des salaires les conduisent à ne pas s'engager dans l'achat de biens durables pour privilégier des actifs liquides. Aussi, les facilités monétaires auront-elles peu d'effets sur l'activité économique.

L'endogénéisation des contraintes financières.

Dans un modèle à trois périodes, GERTLER (1992) étudie l'impact des anticipations économiques sur la capacité financière des firmes. La capacité financière est considérée comme la somme maximum que les entrepreneurs peuvent emprunter aujourd'hui, compte tenu du poids de leur dette passée et de leur probabilité de remboursement futur.

Ce sont donc les changements dans les bilans des emprunteurs qui vont expliquer les fluctuations d'investissement et de production. Les relations entre prêteurs et emprunteurs sont supposées continues. Les possibilités de rééchelonnement des dettes permettent d'utiliser les anciens prêts comme collateral des nouveaux. Il n'y a donc pas de contrainte financière puisque l'octroi de crédit dépend uniquement de la richesse finale des emprunteurs.

Or, le modèle est tel qu'un mécanisme de propagation financière va tout de même émerger. Lorsque les perspectives économiques sont bonnes, qu'il n'y a pas de fragilité financière, c'est à dire pas de surendettement préalable, le niveau d'investissement est dans ce cas optimal. En revanche, lorsque les prévisions sont pessimistes, les entrepreneurs sous-investissent afin d'accumuler suffisamment de fonds propres. En effet, dans les périodes de crise économique, les banques réduisent les possibilités de rééchelonnement des dettes. Les problèmes de coût d'agence et de rationnement redeviennent d'actualité. L'endogénéisation de ces contraintes financières pèse sur le niveau de production présente, qui à son tour va affecter réellement les résultats futurs. Les chocs réels (modifications de la productivité) ou monétaires (variations du taux d'intérêt réel) ont alors des effets persistants à long terme qui expliquent le caractère durable des crises économiques.

133

Dans un contexte multi-périodique, les anticipations de récession ressèrent donc les contraintes financières des agents et conduisent à une sorte d'auto-rationnement.

Les firmes cherchent à générer prioritairement des fonds internes pour alléger le coût de l'investissement futur. Il semblerait donc que les contraintes financières jouent plus en période de récession que d'expansion, ce qui expliquerait l'ampleur des crises.

Aussi, après avoir constaté que les fluctuations économiques ne pouvaient s'expliquer uniquement par des phénomènes réels ou monétaires, nous avons examiné l'impact sur l'activité des variables financières. Dans la dernière section, nous présentons des solutions structurelles permettant de réduire les fluctuations économiques.

IV - Le rôle des relations financières concernant les fluctuations économiques.

Nous allons ici nous efforcer de montrer que des relations de long terme entre intermédiaires financiers et agents économiques permettent de lisser les fluctuations économiques. Nous verrons par la suite qu'une concurrence accrue entre prêteurs est, d'un point de vue macroéconomique, destabilisatrice.

1) L'arrangement financier optimal dans le cadre d'une relation multi-périodique.

La forme du contrat de crédit est pertinente dans sa capacité à fournir les incitations nécessaires pour entreprendre les actions conformes aux intérêts du prêteur. En fait, l'établissement des relations à long terme entre prêteurs et emprunteurs est à même de dissuader tout comportement opportuniste. Les deux parties contractantes n'ont pas intérêt à cacher des informations ou à mener des actions hostiles. Avec les contrats implicites basés sur des notions de confiance et de réputation, et les contrats mixtes permettant au prêteur d'intervenir en tant que créancier et actionnaire de l'entreprise, la relation de financement obéit à une logique de longue durée, indépendante des mouvements conjoncturels.

134

1.1. Le contrat implicite et l'établissement de relations de clientèle.

RIVAUD-DANSET (1991, 1992) fait dans différents articles une synthèse sur la théorie des contrats implicites, qui permettent de réduire l'incertitude et donc le coût d'agence associé. Prêteurs et emprunteurs préfèrent au comportement opportuniste une relation durable permettant d'amortir les chocs conjoncturels, par analogie aux résultats de l'économie du travail (OKUN - 1981). Il est dans l'intérêt d'une banque de proposer à ses clients un contrat implicite portant sur le partage du risque de taux. A cause des frais d'ouverture de dossiers et des coûts d'obtention d'une information nouvelle, il est effectivement moins coûteux de prêter aux anciens clients. L'objectif devient de fidéliser ces derniers en les assurant contre de fortes variations de taux dues aux modifications des conditions de refinancement des banques. Les emprunteurs, fidèles déposants, sont prioritaires dans la distribution du crédit et se voient proposer un taux d'intérêt inférieur à celui du marché à l'équilibre (KANE et MALKIEL - 1965). En période de facilités monétaires, l'emprunteur accepte de payer un taux plus élevé que celui existant sur le marché concurrentiel. La relation de clientèle fournit donc aux deux parties une assurance mutuelle contre les variations de prix et de quantité.

Mais quel mécanisme garantit le respect de la parole donnée dans un

cadre concurrentiel ? Est-ce que les deux parties respectent le contrat implicite, alors que celui-ci n'est pas vérifiable ? La relation de crédit n'est pas marchandable. Les informations acquises étant difficilement négociables sur le marché, banques et clients sont liés. Les banques ont des relations continues avec les emprunteurs. SHARPE (1990) établit un modèle à deux périodes. Dans une première période, la concurrence conduit les banques à prêter aux nouveaux clients à un taux d'intérêt uniforme générant des pertes anticipées. Au cours de la seconde période, les banques sont en possession d'un stock d'informations générées lors de la période précédente. Les intermédiaires financiers qui ont accepté de prêter, détiennent alors un avantage comparatif en termes d'informations, leur permettant de distinguer les clients de bonne et de mauvaise qualité. La tarification est alors segmentée. Pour des raisons de réputation, l'établissement bancaire n'exploite pas l'intégralité de sa rente de monopole. Les «bons clients» bénéficient d'une diminution du coût du financement, récompensant les performances de la première période.

LINGREN (1990) évoque la notion de confiance pour justifier le fait que même en période de difficultés, la banque va continuer à soutenir la firme fidèle. Mais le concept de confiance reste flou. En outre, les avantages d'une relation de long terme, basée sur la confiance, sont progressifs et non effectifs dès le début de la relation.

135

1.2. Le contrat mixte, réducteur du coût d'agence.

POZDENA (1991) explique que l'existence du problème de risque moral incite l'entrepreneur-emprunteur à adopter des stratégies d'investissement risquées, qui augmentent la valeur des fonds propres de la firme. Simultanément, ces stratégies réduisent la valeur des dettes des prêteurs. En anticipant ce type de comportement, les prêteurs décident de rationner les prêts. Pour lever ce rationnement, il est nécessaire de contrôler le problème de risque moral grâce à une prise de participation du capital dans le capital de l'entreprise. Le contrat mixte permet alors une meilleure circulation de l'information. Ce type de financement permet aux firmes ayant auparavant une richesse nette faible de s'endetter.

POZDENA souligne que les banques bénéficient aussi de ce type de financement au vue des effets positifs sur leurs relations avec les déposants. Le contrat mixte renforce l'argument de DIAMOND (1984) selon lequel la structure de portefeuille des banques optimise la résolution du problème de monitoring vis à vis des déposants prêteurs. En détenant des titres de financement mixtes, les banques prouvent à leurs déposants qu'elles contrôlent le mieux possible les actions des emprunteurs et donc que l'épargne des déposants est entre de bonnes mains.

Le contrat mixte paraît plus résistant aux chocs conjoncturels. AOKI

(1990) montre que la banque principale, à la fois prêteur et actionnaire majoritaire, joue alors un rôle double d'intervention et de monitoring. Lors des diminutions de profits, causés par des chocs de productivité, la banque principale organise un sauvetage financier (rééchelonnement de l'amortissement des emprunts, prêts d'urgence, conseils pour la liquidation de certains actifs, abaissement des taux d'intérêt) si la valeur de la firme est supérieure à celle de la dette restant à rembourser. En cas d'incompétence managériale, le banquier principal peut prendre directement en mains la gestion de la firme, jusqu'à ce que sa situation financière redevienne saine. A ce moment-là, la banque principale confie la direction à de nouveaux dirigeants, issus de l'entreprise elle-même. La menace potentielle d'une prise de contrôle par les banques en cas de difficultés financières de l'entreprise, joue un rôle régulateur pour l'ensemble du système économique.

Dans le contrat mixte, les prêteurs-actionnaires maîtrisent l'information. Ils connaissent les perspectives des firmes et mettront directement en faillite les firmes ayant des perspectives défavorables. En définitive, ce type de financement permet aux entreprises de faire face à l'incertitude, puisqu'elles ne subissent ni coût d'agence, ni rationnement. Il amortit l'impact des chocs aléatoires sur le niveau d'investissement final.

136

Les études empiriques confirment trois caractéristiques du contrat mixte suggérées au niveau théorique. Ce contrat permet de réduire le coût de la faillite des firmes en période de détresse financière, de régler les problèmes d'agence et de déconnecter l'évolution de la richesse nette du comportement d'investissement.

HOSHI, KASHAP et SCHARFSTEIN (1991) explorent l'idée selon laquelle les problèmes d'asymétrie d'information et l'existence de plusieurs prêteurs rendent délicate la renégociation des prêts. La structure financière qui réussit à internaliser ces problèmes, permet de réduire la probabilité et le coût de faillite. En prenant l'exemple des firmes japonaises entre 1978 et 1985 ayant rencontré des difficultés financières majeures, ils démontrent que les firmes appartenant à des *keiretsu* (groupes industriels à la fois diversifiés et intégrés verticalement) investissent en général plus que les firmes indépendantes et ce particulièrement dans les trois années qui suivent la période de détresse financière. Dans ces moments, les firmes du groupe réalisent des taux d'investissements dépassant en moyenne de 75 % ceux des firmes indépendantes. Cet effet groupe est dû aux natures des relations financières entre banques, fournisseurs et clients.

H-K-S explicitent aussi d'une façon détaillée la relation entre prêteur principal et investissement. Ils montrent que les firmes qui maintiennent une relation étroite avec une banque principale réalisent des performan-

ces économiques supérieures à celles des firmes n'entretenant pas des relations privilégiées avec un établissement financier. D'après leurs régressions économétriques, le premier type de firmes accroît en période de difficulté leurs emprunts de plus de 50 %, ce qui agit positivement sur l'investissement qui augmente alors de 14 %. Les résultats concernant la croissance des ventes sont similaires.

PROWSE (1990) montre dans une étude sur la structure de portefeuille des institutions financières au Japon et aux Etats-Unis, que les prêteurs nippons détiennent des parts importantes de capital dans les firmes susceptibles de rencontrer des problèmes de coût d'agence. En revanche, aux Etats-Unis où ce type d'investissement des banques est prohibé, il y a une corrélation négative entre dette et coût d'agence. PROWSE explique ce comportement des principaux prêteurs par la vulnérabilité en termes de risques de défaut des crédits octroyés aux firmes ayant un problème aigu d'agence. Les établissements financiers ont donc le choix entre exercer un contrôle de ces firmes en tant qu'actionnaire ou tout simplement de rationner les crédits.

GERTLER et HUBBARD (1988) remarquent que plus les firmes font de la rétention de gains, c'est à dire s'autofinancent, plus leur contrainte de liquidité est élevée. Il existe par exemple une forte corrélation entre investissement et cash flows pour les PME. Cette corrélation est plus prononcée dans une période de récession, à cause de l'augmentation des problèmes d'agence. Par contre, les grandes firmes subissent une contrainte de liquidité plus faible. Ceci s'explique par des phénomènes de réputation liés à la taille, au savoir-faire, aux relations d'affaires. Même si ces firmes de grande taille ont un investissement moins fluctuant dans le temps, cette volatilité dépend du type de relation entretenue avec les banques.

Ainsi, contrat mixte et contrat implicite ont un rôle stratégique sur l'investissement. En effet, en réduisant les asymétries d'information et donc les coûts d'agence, ces deux types de contrats, basés sur des relations de long terme, permettent aux firmes industrielles de produire l'offre désirée. C'est pourquoi les pays où ce type de financement est prédominant comme par exemple l'Allemagne et le Japon ont réalisé sur une longue période les meilleures performances macroéconomiques (MAYER - 1990).

2) Innovations et dérèglementations financières : le choc institutionnel.

Pourquoi, d'une crise à l'autre, les mécanismes de propagation et les solutions pour sortir de la récession différent-ils ? La modification constante du cadre institutionnel et réglementaire de la sphère financière semble être une explication pertinente. Ainsi, la mise en place de l'assu-

rance des dépôts a modifié le canal de transmission de la politique monétaire qui ne se fait plus au niveau du coût du financement, mais par l'intermédiaire de la disponibilité du crédit bancaire. Les innovations financières ont joué certainement un rôle en perturbant la demande de crédit. FELSTEIN (1991), FRIEDMAN (1992) et HUBBARD (1990) y voient un risque de surendettement fragilisant la santé financière de l'économie.

En France, comme dans les autres pays de l'OCDE, la mobilisation des flux financiers, l'apparition des nouveaux instruments, le renforcement de la concurrence et la dérèglementation ont contribué à l'amélioration de l'efficacité des systèmes financiers. Les agents non financiers ont un accès facile au marché des capitaux et ont pu diversifier leurs possibilités d'investissement et d'emprunts avec des conditions favorables. Mais parallèlement à cette augmentation d'efficacité microéconomique, les mutations financières ont fragilisé et déstabilisé les structures financières et les relations de crédit.

2.1. Mutations financières et augmentation du risque global.

On assiste à deux phénomènes conjoints qui augmentent la fragilité financière: la désintermédiation et la marchandisation de l'intermédiation.

On sait tout d'abord que les intermédiaires financiers sont la réponse aux imperfections de marchés. Ces établissements mutualisent le risque entre les différentes catégories d'emprunteurs. Pour les classes de risque trop élevé, les banques refusent de prêter ou répondent favorablement, mais en incorporant dans le taux débiteur une prime de risque. Les bonnes signatures, principalement les grandes entreprises, refusent d'être insérées dans des catégories de risque, puisque de toute façon elles subventionneront les emprunteurs les plus mauvais de cette même classe de risque. Aussi les firmes disposant d'une taille et d'une réputation suffisantes préfèrent accéder au marché financier garantissant une tarification différenciée. On aurait alors curieusement une inversion de la causalité traditionnelle. Ce ne sont plus les dysfonctionnements des marchés financiers qui conduisent à l'émergence de l'intermédiation financière, mais une tarification bancaire insuffisamment individualisée qui nécessite le recours aux marchés financiers.

D'autre part, selon CASTEL et ULLMO (1991), la marchandisation de l'intermédiation modifie l'approche en terme de risque de taux. C'est l'emprunteur ultime, et non la banque, qui supporte le risque de taux. Par exemple, en prêtant à taux variable, les banques transfèrent le risque de l'intermédiation vers l'emprunteur qui subit de plein fouet les variations de taux. En cas de récession, la hausse du taux d'intérêt fait peser sur les emprunteurs des charges financières excessives. Emprunteurs, puis prêteurs, peuvent être ainsi confrontés à la faillite. Les possibilités de

renégociation des conditions d'emprunts obligatoires sont alors limitées. L'appel à de nouveaux financements est délicat car la qualité de l'emprunteur, selon l'opinion du marché, s'est détériorée. Au total, l'accroissement du risque de taux pour l'emprunteur ultime conduit à une plus grande vulnérabilité de ce dernier, qui se repercuté à l'échelle globale.

Les marchés financiers sont alors sources d'aggravation des crises (ARTUS - 1993b). Ils ont en effet tendance à réagir et à aggraver les chocs initiaux. La dégradation de la situation des entreprises implique qu'elles sont davantage rationnées sur le marché du crédit. Les crises de 1987 et 1989 illustrent ces mouvements de surréaction des marchés. En définitive, l'émergence de la marchandisation de l'intermédiation conduit à une démutualisation des risques. Dès lors, la vulnérabilité financière de l'économie aux chocs réels et monétaires s'en trouve aggravée.

2.2. Renforcement de la concurrence et érosion des relations à long terme.

Le développement des sources diversifiées de financement amène les entreprises à distendre leur relation financière avec leur banque habituelle. Ainsi, elles profitent de financements plus compétitifs en mettant les banques en concurrence entre elles et avec les marchés des capitaux. La concurrence sur les marchés des capitaux ne peut qu'entraver l'établissement des relations à long terme. Ce principe de concurrence incite au court termisme et oblige les banques à répondre aux variations de l'offre par l'ajustement des taux d'intérêt. MAYER (1990) constate que les pays anglo-saxons où les marchés financiers sont très développés connaissent des relations de crédit qui ne sont pas des relations stables. Les entreprises ont alors recours à une forte rétention des bénéfices pour pouvoir s'autofinancer. RIVALD-DANSET (1991, 1993) remarque aussi qu'en France, les banques ont répondu au changement de comportement financier des grandes entreprises en délaissant la relation de clientèle. Elles se sont lancées dans des pratiques standardisées de crédit, s'appuyant sur des critères de classement qui privilégient les normes conjoncturelles de solvabilité et de liquidité. Le resserrement de l'offre de crédit est alors à lier à la chute des investissements et à l'ampleur de la crise économique.

HOSHI, KASHAP et SCHARFSTEIN (1990) étudient les effets de la dérèglementation financière au Japon sur la relation entre investissement et liquidités. Ils montrent que dans le cas des firmes ayant délaissé leur banque principale habituelle pour se financer par émission directe de titres, leurs investissements sont devenus de plus en plus sensibles au niveau des liquidités courantes. Cette corrélation négative entre difficultés conjoncturelles et investissement de long terme n'existait pas lorsque les firmes se finançaient exclusivement par la banque principale. Dans le

cadre de la finance directe, les entreprises sont obligées de privilégier l'autofinancement, quitte à rogner les dépenses d'investissement. Pour GEOFFRON (1992), il faut voir dans le caractère fruste qui a longtemps caractérisé le marché japonais des capitaux la cause essentielle de l'endettement comme mode de financement prédominant des entreprises. Le cloisonnement des services financiers a aussi limité la concurrence au sein du système bancaire et entre les banques et les non-banques. Mais la dérèglementation entamée dans les années quatre-vingt par la majeure partie des membres de l'OCDE a conduit à un phénomène classique de désintermédiation. Les banques se sont alors orientées vers des emprunteurs de médiocre qualité. Selon BOYER (1992), une poursuite du processus de dérèglementation conduirait à la prédominance du court-terme et à la déstabilisation durable des relations banque-industrie.

ARTUS (1993b) souligne que crise boursière et difficultés des banques japonaises ont vraiment débuté en 1990. Cette fragilisation du système bancaire a déjà des effets sur le long terme par l'intermédiaire d'une hausse relative des taux d'intérêt, de l'appréciation du yen et des rentrées des capitaux longs. L'impact, sous forme d'un recul de l'activité, a commencé dès 1992. Ceci renforce l'idée que toute perturbation de l'intermédiation bancaire se répercute d'une façon durable sur l'activité économique.

En définitive, l'instauration des relations de long terme entre prêteurs et emprunteurs, réduit les coûts d'agence et donc leurs conséquences en termes de fluctuations économiques. Or, il semble difficile de conserver ce type de relations dans un cadre excessivement concurrentiel.

140

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- ABRAHAM FROIS (G.): «Cycles à l'Equilibre et Chocs Exogènes», in *Dynamique Economique*, Editions Dalloz, Paris, 1991.
- AGHION (P.) et BOLTON (P.): «An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting», *Review of Economic Studies*, n°59, 1992.
- AHMED (S.): «Does Money Affect output?», *Federal Reserve Bank of Philadelphia*, juillet-août 1993.
- AOKI (M.): «Toward an Economic Model of the Japanese Firm», *Journal of Economic Literature*, Nashville, Tennessee, mars 1990.
- ARTUS (P.): «Théorie de la croissance et des fluctuations», PUF, Paris 1993a.
- ARTUS (P.): «Crise bancaire japonaise et équilibre financier international», *Communication aux Xèmes Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire*, Bordeaux, 10-11 juin 1993b.
- AUTUME (A. d'): Les Anticipations Rationnelles dans l'Analyse Macro-Economique», *Revue Economique*, n°2, mars 1986.

- BECKETT (S.) et MORRIS (C.) : «Are Bank Loans Still Special?», Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, Third Quarter, 1992.
- BERNANKE (B.) : «Credit in the Macroeconomy», Fédéral Reserve Bank of New York, hiver 1992-1993.
- BERNANKE (B.) : «On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spread», *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, novembre/décembre 1990.
- BERNANKE (B.) et BLINDER (A.S.) : «The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission», *American Economic Review*, 82, septembre 1992.
- BERNANKE (B.) et CAMPBELL (J.Y.) : «Is There A Corporate Debt Crisis?», Brookings Papers on Economic Activity, n°1, 1988.
- BERNANKE (B.) et GERTLER (M.) : «Financial Fragility and Economic Performance», *Quarterly Journal of Economics*, n°105, février 1990.
- BERNANKE (B.) et GERTLER (M.) : «Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations», *American Economic Review*, vol.79, n°1, mars 1989.
- BERNANKE (B.) et JAMES (H.) : «The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression : an International Comparison», in R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crisis*, Chicago : University of Chicago Press, 1991.
- BERNANKE (B.) et LOWN (C.) : «The Credit Crunch», *Brookings Papers on Economic Activity*, n°2, 1992.
- BESTLER (H.) : «The Role of Collateral in a Model of Debt Renegotiation», EPR-ESF Working Paper, Network in Financial Markets, n°1, septembre 1990.
- BLANCHARD (O. J.) : «Why Does Money Affect Output? A Survey», in Handbook of Monetary Economics, ed by M. Friedman et F. Hahn, 1990.
- BOYER (R.) : «Le Japon : modèle... et/ou géant aux pieds d'argile?», Cadres CFDT, janvier 1992, reproduit dans *Problèmes Economiques* n°2267, mars 1992.
- BRIMMER (A.) : «Central Banking and the Systemic Risk in Capital Markets», *Journal of Economic Perspectives*, 3-16, été 1989.
- BRUNO (C.) et PORTIER (F.) : «Cycles Réels, Représentation VAR et Ouverture de l'Économie Française», *Revue de l'OFCE*, n°45, juin 1993.
- CALOMARIS (C.W.) : «Financial Factors in the Great Depression», *Journal of Economic Perspectives*, été 1993.
- CASTEL (M.) et ULLMO (Y.) : «La nouvelle intermédiation, développement des marchés et financement des entreprises», *Revue d'Économie Financière*, n°16, printemps 1991.
- COSCI (S.) : «Some Implications of Asymmetric Information and Credit Rationing», in *Credit Rationing and Asymmetric Information*, Dartmouth, USA, 1992.
- DAVIS (E.P.) : *Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk*, Clarendon Press Oxford, 1992.
- DIAMOND (D.) : «Financial Intermediation and Delegated Monitoring», *Review of Economic Studies*, juillet 1984.
- FAIRISE (X.), HENIN (P.Y.) et LANGOT (L.) : «Les modèles de cycles réels peuvent-ils expliquer les fluctuations de l'emploi et de la productivité?», *Économie et Prévision*, n°106, 1992.
- FELSTEIN (M.) : «The Budget and Trade Deficits aren't Twins», *NBER Working Paper* n°3966, 1991.
- FISCHER (I.) : «The Debt Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica* 1, octobre 1933.

- FRIEDMAN (B.) : «Financial Roadlocks on the Route to Economic Prosperity», *Challenge*, mars-avril 1992.
- FRIEDMANN (B.M.) : «Increasing Indebtedness and Financial Stability in the United States», in *Debt, Financial Stability and Public Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1986.
- FRIEDMAN (B.) et KUTTNER (K.) : «Money, Income, Prices and Interest Rates», *American Economic Review*, juin 1992.
- GARNIER (O.) : «La Debt-Recession américaine de 1990-1991», *Revue d'Economie Financière*, n°20, printemps 1992.
- GEOFFRON (P.) : «Dérèglementation et crise de l'industrie bancaire japonaise, quelles incidences sur l'organisation financière de la firme ?», *Revue d'Economie Industrielle*, n°62, 1992.
- GERTLER (M.) : «Financial Capacity and Output Fluctuations in a Economy with Multi-Period Financial Relationships», *Review of Economic Studies*, n°59, 1992.
- GERTLER (M.) et GILCHRIST (S.) : «The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism : Arguments and Evidence», *Scandinavian Journal of Economics*, vol.95 n°1, 1993.
- GERTLER (M.) et GILCHRIST (S.) : «Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms», *NBER Working Paper n°3892*, novembre 1991.
- GERTLER (M.) et HUBBARD (G.) : «Financial Factors in Business Fluctuations», in *Financial Market Volatility*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas, 1988.
- GREENWALD (B.) et STIGLITZ (G.) : «Financial Markets Imperfections and Business Cycles», *Quarterly Journal of Economics*, 1992.
- GILLET (R.) et LOBEZ (F.) : «Rationnement du Crédit, Asymétrie de l'Information et Contrats Séparants», *Finance*, Vol.13 n°2, 1993.
- HENIN (P. - Y.) : «Une macroéconomie sans monnaie pour les années 90 ? Revue Critique des Travaux Théoriques et Empiriques sur les Cycles Réels», *Revue d'Economie Politique*, n°4, 1989.
- HOSHI (T.), KASHYAP (A.) et SCHARFSTEIN (D.) : «Corporate Structure, Liquidity and Investment : Evidence from Japanese Industrial Groups», *Quarterly Journal of Economics*, n°106, février 1991.
- HOSHI (T.), KASHYAP (A.) et SCHARFSTEIN (D.) : «The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan», *Journal of Financial Economics*, n°27, 1990.
- HUBBARD (R.G.) : «Information, Capital Markets and Investments», University of Chicago Press, Chicago, juin 1990.
- JAFFEE (D.) et STIGLITZ (G.) : «Credit Rationing», in *Handbook of Monetary Economics*, ed. Friedmann (B.M.) et Hahn (F.H.), 1990.
- JENSEN (M.) et MECKLING (W.) : «Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, octobre 1976.
- KALDOR (N.) : «Marginal Productivity and The Macroeconomic Theory of Distribution», *Review of Economic Studies*, octobre 1966.
- KANE (E. J.) et MALKIEL (B. G.) : «Bank Portfolio Allocation, Deposit Variability and the Availability Doctrine», *The Quarterly Journal of Economics*, février 1965.
- KASHYAP (A.), LAMONT (O.) et STEIN (J.) : «Credit Conditions and the Cyclical Behavior of Inventories : a Case Study of the 1981-82 Recession», MIT School of Management, non publié, 1992.
- KASHYAP (A.), STEIN (J.) et WILCOX (D.) : «Monetary Policy and Credit Conditions : Evidence from the Composition of External Finance», *American Economic Review*, 1991.

- KING (R.) et LEVINE (R.) : «Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right», *Quarterly Journal of Economics*, n°3, Août 1993.
- KING (R.) et PLOSSER (C.) : «Money, Credit and Prices in a Real Business Cycle», *American Economic Review*, n°74, 1984.
- LEWIS (M.) : «Modern Banking in Theory and Practice», *Revue Economique*, n°2, mars 1992.
- LINDGREN (H.) : «Long-term Contracts in Financial Markets : Bank Industry Connections in Sweden, Illustrated by the Operations of Stockholms Enskilda Bank, 1900-70», in *The Firms as...*, 1990.
- LUCAS (R.) : «Models of Business Cycle», Oxford Blackwell, 1987.
- MANKIWI (N. G.) : «The Allocation of Credit and Financial Collapse», *Quarterly Journal of Economics*, n°101, 1986.
- MAYER (C.) : «Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development», in R.G. HUBBARD, ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press, Chicago 1990.
- MEYER (P.) : «Surrendetement et crise financière», *Revue d'Economie Financière*, 1992.
- MIDDLE (H.) et RILEY (J.G.) : «Signaling in Credit Markets», *Quarterly Journal of Economics*, février 1989.
- MISHKIN (F.) : «The Economics of Money, Banking and Financial Markets», Harper Collins, New York, 1992.
- MISHKIN (F.) : «Asymmetric Information and Financial Crisis : a Historical Perspective», *Mimeo*, Columbia University, 1991.
- MOORE (R.) : «Asymmetric Information, Repeated Lending and Capital Structure», *Money, Credit and Banking*, vol.25, n°3, août 1993.
- MORGAN (D.) : «Are Bank Loans a Force in Monetary Policy ?», *Federal Reserve Bank of Kansas City Review*, 1992.
- MORGAN (D.) : «New Evidence Firms are Financially Constrained», *Economic Review*, septembre et octobre 1991.
- MYERS (S.C.) et MALJUF (N.S.) : «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors don't have», *Journal of Financial Economics*, n°13, 1984.
- PLOSSER (C.I.) : «Understanding Real Business Cycles», *Journal of Economic Perspectives*, vol.3-3, été 1989.
- POZDENA (R.J.) : «Why Banks Need Commerce Powers», *Economic Review*, été 1991.
- PRESCOTT (E.) : «Theory Ahead of Business Cycle Measurement», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol.25, 1986.
- PROWSE (S.D.) : «Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan», *Journal of Financial Economics*, n°27, 1990.
- RIVAUD-DANSET (D.) : «La pluralité des conventions de financement», *Communication aux Xèmes Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire*, Bordeaux 10-11 juin 1993.
- RIVAUD-DANSET (D.) : «Les contrats de crédit : de la main invisible à la poignée de main visible», *Communication aux IXèmes Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire*, Nantes 11-12 juin 1992.
- RIVAUD-DANSET (D.) : «La relation banque-entreprise : une approche comparée», *Revue d'Economie Financière*, n°16, mars 1991.
- SHARPE (S.A.) : «Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts : a Stylized Model of Customer Relationships», *Journal of Finance*, n°4, septembre 1990.

- SYRON (R.) : «Are we Experiencing a Credit Crunch ?», Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, juillet-août 1991.
- SLOVIN (M.), JOHNSON (S.) et GLASCOK (J.) : «Firm Size and the Information Content of Bank Loan Announcements», *Journal of Banking and Finance*, n°16, 1992.
- STIGLITZ (J.E.) : «Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies», *European Economic Review*, 1992.
- STIGLITZ (J.E.) et WEISS (A.) : «Asymmetric Information in Credit Markets and its Implications for Macroeconomics», *Oxford Economic Paper*, n°44, 1992.
- STIGLITZ (J.E.) et WEISS (A.) : «Credit Rationing With Many Borrowers», *American Economic Review*, n°77, 1987.
- STIGLITZ (J.E.) et WEISS (A.) : «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», *American Economic Review*, n°71, 1981.
- STOCK (J.) et WATSON (M.) : «New Indexes of Coincident and Leading Indicators», in Olivier Blanchard and Stanley Fischer, eds. *NBER Macroeconomics Annual* 1989.
- TOWNSEND (R.M.) : «Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification», *Journal of Economic Theory*, n°21, 1979.
- WILLIAMSON (S.) : «Financial Intermediation, Business Failures, and Real Business Cycles», *Journal of Political Economy*, vol. 95 n°6, 1987.