

Déflation financière et adaptations économiques

*Michel Aglietta, Bronka Rzepkowski**



p. 58-70

Par son ampleur et sa durée, la chute des cours boursiers depuis mars 2000 est comparable à celle de la grande dépression. Elle renoue avec les déflations financières qui ont parcouru l'histoire du capitalisme. Dans ce type de crise, le marché boursier est au cœur du cycle économique. En revanche, les fluctuations économiques après 1945 provenaient de déséquilibres dus à un excès de demande produisant des pressions inflationnistes. Une politique monétaire restrictive retournait la demande globale. La Bourse n'y avait aucune part. La crise actuelle est, au contraire, liée à la dynamique des prix d'actifs et du crédit dans un environnement de basse inflation. Tout comme lors du boum des investissements des années vingt, dans les secteurs innovants tels que l'électricité et l'automobile, les investissements dans les nouvelles technologies des années 1995-2000 se sont accompagnés d'une explosion du crédit aux entreprises.

En dépit de ces caractéristiques communes, les conséquences macroéconomiques de la baisse de la Bourse sont très différentes de celles de l'entre-deux-guerres : dépression catastrophique pour l'une et récession limitée, suivie d'une phase de croissance anémique pour l'autre. Ceci s'explique d'abord par l'orientation de la politique monétaire après le krach. La hausse des taux d'intérêt lors de la crise des années trente a précipité les faillites bancaires aux effets dévastateurs pour la sphère réelle. Au contraire les fortes baisses de taux d'intérêt observées depuis 2001 ont permis de limiter la récession. Elles expliquent aussi la singularité du retournement du cycle actuel comparé à l'après-guerre : il est principalement dû à une contraction de l'investissement des entreprises alors que les crises précédentes se caractérisaient par un effondrement des dépenses des ménages. Les politiques monétaires expansionnistes ont ainsi permis de soutenir la consommation des ménages via les effets de richesse provenant de la bonne tenue des marchés immobiliers. Cependant, depuis la fin 2002, des signes d'essoufflement des marchés immobiliers apparaissent. Le retour à la croissance devra passer par une reprise de l'investissement, tant outre-Atlantique qu'en Europe. La résorption des capacités de production excédentaires entre dans une phase avancée, repérable dans la nouvelle vague d'OPA qui s'amorce. Ce processus pourrait être relayé par une reprise de l'investissement si les conditions financières le permettent. La poursuite des restructurations de bilan visant un désendettement des entreprises et un

* Michel Aglietta est professeur à l'université Paris-X et conseiller scientifique au CEPII ; Bronka Rzepkowski est économiste au CEPII.

apurement des survaleurs enregistrées au moment des fusions et acquisitions est par conséquent nécessaire.

Des restructurations de bilans qui pèsent sur l'investissement

Lors des phases d'innovation, qui ont le potentiel de se diffuser dans le système productif, les anticipations de profits élevés s'accompagnent d'investissements massifs et d'un recours accru à des sources de financements externes (crédits bancaires, émissions obligataires). L'augmentation des valeurs boursières associée aux activités innovantes se transmet à l'ensemble des cours. Rapportées à leur capitalisation de marché, les dettes des entreprises apparaissent moins élevées. Le risque de défaut perçu par les créanciers diminue. Le coût du financement externe se réduit, ce qui stimule l'investissement et la croissance. Ce mécanisme d'« accélérateur financier » amplifie le cycle économique. Dans ces périodes d'euphorie boursière, il conduit à une suraccumulation du capital et à un endettement excessif qui, après le retournement boursier, vont contraindre l'investissement.

Quand la correction boursière intervient, la valorisation de marché des entreprises est revue à la baisse. Le ratio dettes sur capitalisation s'élevant, la perception du risque de défaut s'accroît. Les notations des entreprises se dégradent. Les créanciers sont alors moins enclins à prêter. La diminution de la valeur des collatéraux susceptibles de garantir la négociation de nouveaux emprunts se traduit par un renchérissement du financement externe. Le durcissement des conditions financières peut même aboutir à un rationnement quantitatif du crédit et à une augmentation des primes de risque sur les crédits bancaires et les émissions obligataires. Ainsi, les entreprises les plus endettées voient leurs sources de financement externe se tarir. Parce qu'elles ne peuvent émettre de nouvelles actions, ces entreprises sont contraintes d'assainir leur situation financière en réduisant leur endettement. Cela nécessite soit de dégager des profits importants, soit de liquider des actifs. Or vendre des actifs en urgence lorsque les marchés sont à la baisse et peinent à déterminer un cours plancher n'est pas une stratégie rentable. Quant à l'apurement des bilans par reconstitution des profits, c'est une voie plus longue, dans la mesure où elle passe par une réduction des dépenses : en masse salariale, en investissement, en stocks. Comme la baisse de la demande est néfaste au profit, cette phase de redressement implique que l'amélioration du taux de marge l'emporte sur la décélération (voire la baisse) de la production. Cette phase de reconstitution des capacités d'autofinancement des entreprises constitue un préalable à la reprise de l'investissement.

Les survaleurs liées aux fusions

Si, depuis l'éclatement de la bulle en 2000, les entreprises ont cherché à réduire leur taux d'endettement, elles ont aussi dû procéder à des restructurations de bilans liées à la vague de fusions et acquisitions qui a déferlé aux États-Unis et en Europe de 1997 à 2000.

Lors des offres publiques d'achat (OPA) ou d'échange (OPE) opérées en pleine euphorie boursière, les sociétés absorbées ont été acquises à des prix très élevés compte tenu des profits escomptés. L'« écart d'acquisition », encore appelé survaleur (en

anglais, *goodwill*) entre la valeur de marché et la valeur comptable des sociétés absorbées était ainsi très important. Cet écart constitue un actif intangible inscrit au bilan. En 2001, ce poste représentait 68 % des capitaux propres des cent plus grandes entreprises américaines cotées et, en France, 100 % pour les entreprises du CAC 40.

Au moment du krach, la valorisation de marché des entreprises américaines non financières non agricoles était près de deux fois supérieure à leur valeur comptable. La chute généralisée des cours boursiers force à corriger la valeur de l'actif intangible acquis durant la période d'euphorie. La dépréciation des survaleurs à l'actif des bilans se traduit, au passif, par des provisions ou des passages en perte, qui réduisent les fonds propres. Les deux bilans simplifiés ci-dessous illustrent ce mécanisme et la façon dont il modifie le diagnostic sur la santé financière de l'entreprise. Supposons que l'écart d'acquisition au moment de la fusion était de 80 et que, lors de l'opération « vérité des comptes », l'entreprise porte à 40 l'évaluation de cet actif. Une provision pour perte de 40 doit alors être inscrite au passif, réduisant d'autant le montant des fonds propres. Cette opération noircit le diagnostic sur le taux d'endettement. Le rapport dettes sur fonds propres, initialement de 1, passe en effet à 1,36, révélant une détérioration de la santé financière de l'entreprise.

SCHÉMA D'APUREMENT DES SURVALEURS

Bilan au moment de l'acquisition

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
- Actifs intangibles	100	- Fonds propres	150
dont : <i>goodwill</i>	80	dont : <i>capitaux propres</i>	150
- Actifs tangibles	100	<i>provisions</i>	0
- Actifs financiers	100	- Dettes	150
Total	300	Total	300

Bilan après apurement

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
- Actifs intangibles	60	- Fonds propres	110
dont : <i>goodwill</i>	40	dont : <i>capitaux propres</i>	150
- Actifs tangibles	100	<i>provisions</i>	- 40
- Actifs financiers	100	- Dettes	150
Total	260	Total	260

Ainsi, la dépréciation des survaleurs, de concert avec la baisse de la capitalisation boursière, détériore la qualité du passif des entreprises, accroît les risques de défaut perçus et donc les primes de risque, conduisant à un renchérissement du financement externe. Elle se traduit aussi par des moins-values qui réduisent les profits et donc la capacité d'autofinancement et de remboursement des dettes. Étant donné le montant impressionnant des survaleurs, ces mécanismes pèsent fortement sur l'investissement.

En dépit d'importantes baisses de taux d'intérêt aux États-Unis et dans la zone euro, la défiance des créanciers s'est traduite par des écarts de taux d'intérêt (*spreads*) entre

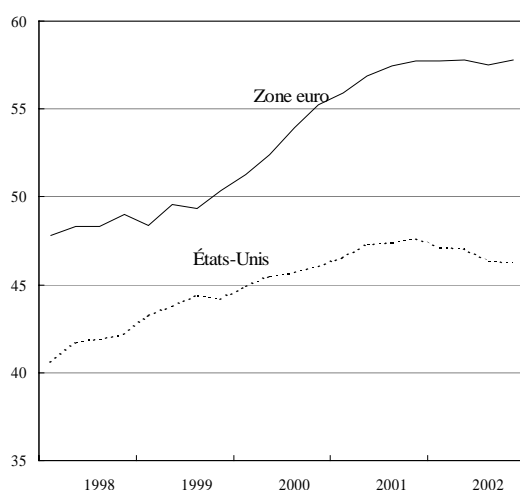
les émissions obligataires des sociétés et les obligations d'État, qui ont atteint leur maximum à l'été 2002 avant de refluer quelque peu au cours du premier semestre 2003. Les écarts de taux sur les crédits bancaires se sont également fortement tendus et les garanties bancaires des billets de trésorerie (*commercial paper*) sont devenues rares. Les entreprises ont cherché à se désendetter et, en réponse à la contraction du crédit à court terme, ont consolidé leurs dettes dans des obligations à long terme (pour celles qui ont eu un accès au marché obligataire).

Le désendettement des entreprises aux États-Unis et en Europe

Le processus de désendettement a été difficile à mettre en œuvre (graphique 1). L'endettement des entreprises américaines non financières non agricoles rapporté au PIB n'a amorcé sa décrue qu'à partir de la fin de l'année 2001 : le ratio est passé de 47,6 % au plus haut à 46,3 % au dernier trimestre 2002. De fait, les entreprises américaines n'ont pu dégager les profits suffisants pour rembourser leurs engagements. Les profits nets non distribués, c'est-à-dire après impôts et versement de dividendes, sont même devenus négatifs à partir du troisième trimestre 2000. Quant aux entreprises de la zone euro, nettement plus endettées, elles ne sont parvenues qu'à stabiliser le ratio de leurs dettes rapportées au PIB.

À défaut de pouvoir réduire leurs dettes, les firmes américaines et européennes ont donc allongé l'échéance de leurs emprunts pour atténuer le risque d'illiquidité. Aux États-Unis, les entreprises ont substitué leur dette à court terme contre des engagements à longue échéance. La part de la dette à long terme dans l'endettement total est ainsi passée de 60,3 % en 2000 à 68,2 % fin 2002. Les flux nets de crédits bancaires et de

GRAPHIQUE 1 – ENDETTEMENT DES ENTREPRISES (EN % DU PIB)



Source : BCE, Flow of Funds.

billets de trésorerie étant négatifs dès le premier trimestre 2001, le financement obligataire s'est substitué au crédit bancaire en 2001, et dans une moindre mesure en 2002. Les entreprises de la zone euro, nettement plus dépendantes des banques et disposant d'un accès direct au financement obligataire plus limité, ont allongé

l'échéance de leurs prêts bancaires à partir du troisième trimestre 2001. Les conditions de financement sur le marché obligataire très volatil étaient aussi moins avantageuses que celles offertes par les banques de la fin 2001 à l'été 2002. Cette tendance s'inverse au dernier trimestre 2002, les primes de risque sur les crédits bancaires s'élevant et les *spreads* sur le crédit obligataire se rétrécissant.

Les conditions d'une reprise de l'investissement

Les conditions d'une reprise de l'investissement sont-elles réunies ? Au-delà de l'amélioration des conditions de financements externes, il convient aussi d'examiner si la suraccumulation du capital pendant la phase haussière du cycle pèse encore sur l'investissement. Depuis le premier trimestre 2000, l'investissement a progressé moins vite que le PIB, que ce soit aux États-Unis ou en Europe. La part de l'investissement fixe des entreprises américaines non financières non agricoles dans le PIB est ainsi passée de plus de 9,5 % en mars 2000 à 7,4 % au premier trimestre 2003 ; dans la zone euro, la part de l'investissement privé dans le PIB a connu une baisse légèrement moins marquée.

Le surinvestissement s'est principalement concentré dans le secteur des nouvelles technologies. Or les logiciels et les ordinateurs sont des équipements dont le taux de dépréciation est très élevé. Dans la mesure où l'investissement dans ce secteur s'est accru de plus de 8 % en 2002 aux États-Unis, le stock de capital courant y est vraisemblablement proche désormais de son niveau désiré à long terme. Même si une franche reprise de l'investissement en capital fixe n'est toujours pas observée au premier trimestre 2003, la variation positive des stocks depuis le deuxième trimestre 2002 est un signe encourageant pour l'investissement futur. Les perspectives sont en fait nettement plus favorables outre-Atlantique qu'en zone euro, où le taux de croissance annuel de la formation brute de capital fixe est encore resté négatif - 2,4 %, au premier trimestre 2003. Étant donné le déstockage massif depuis 2001 (- 9,7 milliards d'euros en prix constants base 1995 en 2001 et - 14,4 milliards en 2002), la variation de stocks positive au premier trimestre 2003 (+ 5,8 milliards) n'est que la première prémisse d'une reprise possible.

Les ménages : la stabilisation cyclique et ses limites

Les enchaînements décrits ci-dessus montrent que la crise financière a frappé les entreprises avec une virulence qui se compare aux épisodes précédant la Seconde Guerre mondiale. Pourtant, hormis au Japon et à un moindre degré en Allemagne, on n'a pas décelé jusqu'ici de signes faisant craindre que les économies développées puissent s'enfoncer dans une récession déflationniste.

Pour que les tendances dépressives issues de l'ajustement des entreprises soient contrecarrées, il faut qu'un secteur économique pesant très lourd dans la production globale évolue en sens contraire. C'est le secteur des ménages qui a joué ce rôle. On aurait pu craindre que la chute des cours boursiers, par son effet dépressif sur le patrimoine des ménages, se traduise par une baisse de la consommation. Mais les ménages ont bénéficié et entretenu à la fois le dynamisme immobilier. Ainsi, contrairement aux crises financières généralisées où tous les prix des actifs plongeaient

en même temps, la hausse des prix de l'immobilier résidentiel a partiellement compensé l'effondrement boursier dans le patrimoine des ménages et soutenu leur consommation.

Une consommation peu affectée par la chute de la Bourse

La proportion de ménages détenant un portefeuille d'actions est en constante progression aux États-Unis et en Europe, mais cette richesse reste concentrée au sein d'un nombre limité de ménages, dont la propension à consommer est relativement inélastique aux variations de richesse. De plus, la part du patrimoine détenue sous forme d'actions reste faible, même si elle ne cesse de s'élever, surtout en Europe continentale. Enfin, aux États-Unis, où 26,1 % du patrimoine des ménages sont détenus sous forme d'actions, la plus grande partie (67 %) l'est de manière indirecte auprès de fonds de pension ou de fonds mutualisés. Certes, depuis le repli boursier, une partie minoritaire de ces fonds – ceux à cotisations définies – ont répercuté la baisse de la valeur de leur actif sur le niveau des pensions versées. Mais, ce phénomène a touché une faible part de la population, notamment parce que, dans leur grande majorité, les Américains âgés de 55 à 65 ans se sont maintenus en activité, voire, pour certains, ont effectué un retour sur le marché du travail. Une augmentation de l'appel à cotisations par les fonds de pension à prestations définies pourrait davantage peser sur la consommation. Grâce à l'étalement de la reconstitution du capital des plans d'épargne retraite, la hausse du taux d'épargne ne s'est pas encore manifestée. Mais elle est inscrite dans les perspectives des prochaines années ; ce qui est d'ailleurs indispensable pour financer l'accroissement rapide de la dette publique.

Le patrimoine immobilier à l'origine d'un puissant effet de richesse

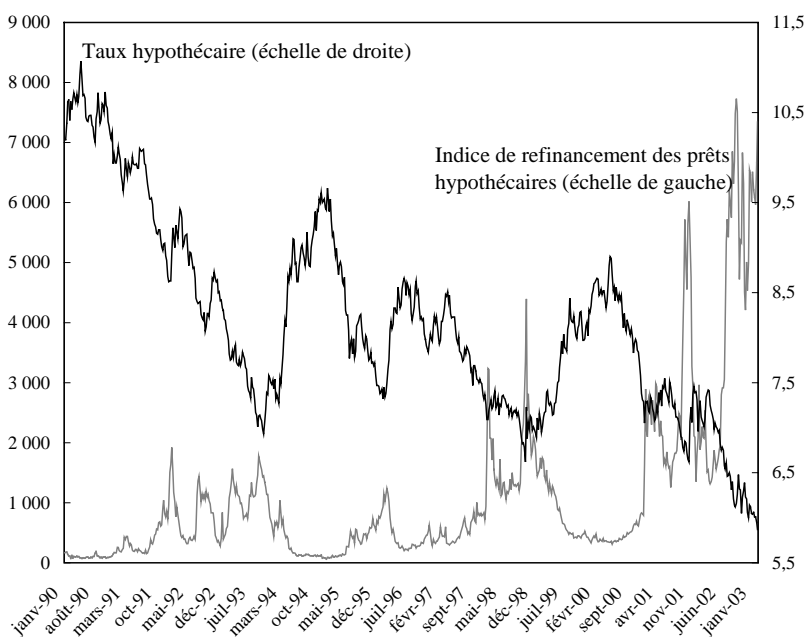
Le facteur le plus important pour rendre compte de la bonne tenue de la consommation est la hausse des prix immobiliers depuis 1997. Celle-ci s'est amorcée en même temps que la bulle boursière, mais s'est prolongée bien après. Selon les indices de prix des logements calculés par *The Economist*, la hausse a été de 42 % pour l'ensemble des années 2001-2002 au Royaume-Uni et en Espagne, de 18,5 % aux États-Unis et 17 % en France. Mais les prix ont baissé de 1,5 % en Allemagne et de 9 % au Japon. Comment peut-on expliquer ces mouvements ainsi que les différences d'amplitude observées selon les pays ? Une étude récente de la BRI apporte un éclairage utile. Elle montre que l'augmentation des indices de prix immobiliers est sensible à la croissance du revenu réel, à la hausse de la Bourse et à la baisse des taux d'intérêt réels. À partir de 1997, la croissance du revenu réel et la hausse de la Bourse ont été les éléments initiateurs de la progression des indices de prix immobiliers. La baisse des taux d'intérêt directeurs des banques centrales a permis de prolonger le mouvement haussier sur les marchés immobiliers.

Les différences d'amplitude de hausse des prix entre les pays s'expliquent notamment par le comportement de diversification de portefeuille des ménages : l'accroissement de richesse lié à la hausse des cours boursiers s'est reporté, dans des proportions variables selon les pays, soit sur le marché actions, soit dans des placements immobiliers. Par ailleurs, les modes de financement du logement, différents selon les pays, ont joué sur la transmission aux marchés immobiliers des mouvements de taux. Ainsi, au Royaume-Uni, comme le financement du logement est entièrement à taux

variables indexés sur les taux monétaires et que ceux-ci ont bien plus baissé que les taux longs en 2001 et 2002, le soutien de la politique monétaire a trouvé un canal de transmission actif. En Espagne, la raison est différente. Le facteur déterminant a été la baisse énorme des taux d'intérêt longs à partir de la mi-1998 dans la perspective de l'entrée dans l'euro en fin d'année. Il y a eu un changement radical des conditions de financement qui a accéléré la demande de crédit et dynamisé la demande intérieure. En retour, le rythme de croissance élevé des revenus réels a accompagné l'effet direct de la baisse des taux sur la demande de logements et a entraîné les prix à la hausse.

La situation des États-Unis comporte des similitudes avec celle du Royaume-Uni. Cependant, dans la phase de repli boursier, l'inter-dépendance étroite entre le financement du logement et les marchés de capitaux en général a permis un effet de substitution particulièrement intense entre placement boursier et investissement immobilier. La réaction des ménages à la baisse des taux d'intérêt hypothécaires aux États-Unis a été de très grande ampleur (graphique 2). La baisse des taux pilotée par la banque centrale se répercute sur le marché du crédit hypothécaire grâce aux deux agences financières Fannie Mae et Freddie Mac qui régulent ce marché en titrisant les crédits. Ces agences ont émis des obligations en contrepartie du portefeuille de titres hypothécaires qu'elles avaient acquis. Les investisseurs institutionnels, qui se retiraient du marché actions, se sont massivement portés acquéreurs de ces obligations, amplifiant

GRAPHIQUE 2 – REFINANCEMENT DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES



Source : Datastream.

ainsi l'effet de la politique monétaire accommodante sur les rendements de ces titres. À son tour, la baisse des taux d'intérêt sur ces obligations, jointe à la hausse de la valeur des collatéraux immobiliers, a fait baisser le taux des crédits hypothécaires. Les ménages ont réagi de façon dynamique à l'opportunité de renégocier leurs crédits. Au lieu de chercher à réduire leur charge d'endettement, ils ont profité de cette renégociation pour emprunter davantage. Ils ont ainsi « liquéfié » leurs crédits

hypothécaires. Les ménages américains ont de cette façon pu bénéficier d'environ 150 milliards de dollars de trésorerie en 2001 et de 130 milliards en 2002 qui ont servi à la consommation courante. Le résultat a été une baisse du taux d'épargne et une progression spectaculaire de la consommation en dépit d'un ralentissement du revenu.

Les facteurs d'inquiétude

L'endettement des ménages américains a ainsi soutenu la demande mais s'est traduit par une montée inexorable du service de la dette. Le ratio du service de la dette au revenu disponible des ménages (14 %) a déjà dépassé le pic de 13,5 % observé en 1990, qui avait conduit les ménages à se désendetter et avait contribué largement à la récession de 1991-1992. Certes, le service de la dette hypothécaire n'a que peu augmenté, mais les prêts directs à la consommation ont progressé très vite dans des conditions de risque croissant que les banques ont répercuté dans leurs taux, car ces crédits ne sont pas garantis comme le sont les prêts hypothécaires. Depuis le second semestre 2002, des inquiétudes sur la situation financière des ménages ont commencé à se manifester. D'une part, des interrogations ont été exprimées sur les risques pris par les deux agences de garantie hypothécaire ; ce qui fait craindre que la baisse des taux ne soit terminée. D'autre part, la préservation d'une contrainte d'endettement soutenable sans forte remontée du taux d'épargne est devenue entièrement dépendante de l'évolution future des prix immobiliers.

Ceci conduit à s'interroger sur l'éventualité d'une correction sur les marchés immobiliers, comme celle observée à la fin des années quatre-vingt. Un indicateur permet d'évaluer un tel risque : le niveau moyen du prix du logement rapporté au niveau moyen des loyers (ce dernier incluant le loyer fictif des ménages propriétaires de leur résidence principale). Aux États-Unis et au Royaume-Uni, ce ratio a beaucoup augmenté depuis 1995, mais 1995 était un point bas. Par rapport à la moyenne de long terme du ratio, il faudrait que les prix immobiliers baissent de 11 % aux États-Unis et de 33 % au Royaume-Uni pour y revenir. S'il se produit, cet ajustement des prix à la baisse pourrait précipiter une force déflationniste considérable.

L'aggiornamento nécessaire de la politique monétaire

Après le retournement boursier, la politique monétaire a permis d'éviter un effondrement de la demande par une injection massive de liquidité. Mais une action préemptive de la part des banques centrales aurait permis d'endiguer les dérapages du crédit dans la phase montante du cycle. Le principe de cette action fait débat. Elle suppose en effet que les banques centrales aient un objectif de stabilité financière, susceptible d'entrer en conflit avec leur objectif premier de stabilité des prix.

Dans des économies où le cycle des affaires est mû par la dynamique des prix des actifs financiers amplifiée par le crédit, l'objectif de stabilité de l'indice des prix à la consommation devient inadéquat pour guider la politique monétaire. D'une part, les risques inflationniste et déflationniste sont symétriques. Il s'ensuit qu'une cible d'inflation trop stricte peut rendre l'économie vulnérable à la déflation lorsque les prix des actifs baissent fortement. D'autre part, l'indifférence des banques centrales à l'accroissement cumulatif du crédit, à un rythme très supérieur à la croissance du PIB

nominal pendant plusieurs années au cours de la phase euphorique du cycle, est une erreur capitale.

En effet, lorsque le retournement des prix des actifs révèle les risques de crédit qui avaient été sous-estimés dans la phase haussière, les banques centrales sont bien obligées d'injecter de grandes quantités de liquidité dans les systèmes financiers pour éviter que les contraintes immédiates de remboursement ne provoquent un désendettement brutal qui entraînerait l'économie dans la déflation.

Mais la conséquence de la conduite asymétrique des banques centrales, dans des environnements non inflationnistes sur les marchés des biens qui empêchent la dévalorisation réelle des dettes, est que la reprise du cycle suivant va débiter avec des niveaux d'endettement bien plus élevés que ceux du cycle précédent. En étouffant la déflation de la dette, la politique monétaire fait le lit de crises financières futures, potentiellement plus violentes.

La solution de ce dilemme se trouve dans l'abandon du monétarisme. Cette doctrine adoptée dans la haute inflation des années soixante-dix est inadéquate dans la finance globalisée. Depuis plus de vingt ans, les sources de la création monétaire sont dans le crédit privé qui est complètement libéralisé, non dans la monétisation des dettes publiques. Les agrégats monétaires n'ont aucune pertinence macroéconomique, car ils dépendent avant tout d'arbitrages financiers provoqués par les anticipations sur les rendements futurs des actifs financiers.

C'est pourquoi la doctrine monétaire doit prendre la dynamique du crédit comme guide. Elle doit construire des indicateurs capables de détecter les dérapages du crédit dans la phase montante du cycle. La politique monétaire devrait être symétrique : une action préemptive pour stopper assez tôt l'accélération divergente du crédit peut freiner le surendettement dans la phase haussière et mieux guider un désendettement ordonné dans la phase baissière.

Cependant les banques centrales n'ont pas endigué la virulence du cycle financier. Elles se trouvent devant la responsabilité de préserver un niveau élevé de liquidité dans une phase dangereuse où la nécessité de désendettement du côté des débiteurs et l'aversion pour le risque du côté des épargnants augmentent sensiblement la demande de liquidité. Dans cet accompagnement de la déflation des dettes et de l'absorption des moins-values, la Réserve fédérale s'est avérée plus attentive à la balance des risques, donc plus réactive. La BCE est plus inerte. Elle demeure imprégnée de la doctrine monétariste qui lui fait encore accorder trop de poids aux indications de la variation des agrégats monétaires. Elle est aussi handicapée par son orientation moyenne dans un ensemble de pays aux conjonctures contrastées.

Bibliographie

BIS, (2002) *Quarterly Review*, septembre.

COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN, (2002) « Rentabilité économique et rentabilité financière des entreprises ».

« Betting the Hours », *The Economist*, 6 mars 2003.