

Cycles et trends d'épargne et d'investissement dans une économie moyenne et ouverte : le cas de la France

Jacky Fayolle,

Département des diagnostics de l'OFCE

Le problème des rapports entre l'épargne et l'investissement est un vieux débat dans le monde des économistes, mais son intensité est variable et obéit aux rythmes cycliques qui gouvernent la nature des préoccupations macro-économiques. Ce débat est revenu sur le devant de la scène depuis quelques années, parallèlement au redémarrage de la croissance intervenu dans les grands pays industrialisés sur la seconde moitié des années quatre-vingt. On pourrait donc voir dans ce remake un événement de nature principalement conjoncturelle : les besoins et désirs d'investissement associés à la phase d'expansion de la seconde moitié de la décennie quatre-vingt ont fini, classiquement, par trop tirer sur la corde des financements et fait ainsi ressentir un déficit d'épargne. De plus, à la fin de cette période d'expansion, le choc spécifique des changements affectant les pays est-européens et révélant brutalement l'ampleur de leurs besoins de financement, aurait aggravé ces tensions. On notera cependant d'emblée que la polarisation récente du débat macro-économique sur le thème de la pénurie d'épargne est, au premier degré, quelque peu paradoxal, au terme d'une décennie qui, par réaction aux excès antérieurs de l'économie d'endettement administrée, prétendait rétablir des incitations saines et puissantes à une épargne volontaire et stable par le retour en force et l'approfondissement des marchés financiers. Si le thème de la pénurie d'épargne a une certaine vérité, il témoigne en ce cas d'une mise en échec des réformes financières intervenues au cours des années quatre-vingt.

On peut aborder la question des rapports de l'épargne et de l'investissement comme un problème de nature conjoncturelle, lié au déroulement habituel du cycle économique de moyenne période, et commenter sous cet angle les indicateurs conjoncturels disponibles. Cette manière de voir est cependant insuffisante pour rendre compte des évolutions intervenues durant les années quatre-vingt : ces évolutions relèvent aussi de « changements de régime » qui infléchissent ou modifient les trends apparents et ces changements interfèrent avec le cycle conjoncturel. Pour saisir l'originalité de la configuration macro-économique présente, il faut bien évidemment prendre en compte ces interférences et expliciter leur contenu. Interpréter les

enchaînements des décennies quatre-vingt et quatre-vingt-dix comme le moment d'une interaction forte entre cycles de différente périodicité, courts et longs, parait alors une hypothèse de travail stimulante.

L'article est articulé en deux parties. La première s'attache à fournir un schéma général des interactions entre épargne et investissement au cours du cycle conjoncturel. Elle examine les données françaises sur l'ensemble de l'après-guerre, situées dans leur contexte international, à la lumière de ce schéma. La seconde partie se concentre sur le rôle joué par les facteurs patrimoniaux et financiers dans les dynamiques cycliques à l'œuvre durant les décennies quatre-vingt et quatre-vingt-dix.

PREMIÈRE PARTIE :

Épargne et investissement dans le mouvement conjoncturel

S'il est clair que les phénomènes cycliques sont de l'ordre de la récurrence, l'application, à ces phénomènes, de la notion de périodicité mérite une plus grande circonspection : lorsque le terme période est utilisé pour désigner une durée moyenne du cycle, cet usage doit être prudent et souple, afin de ne pas préjuger d'emblée du type de modèle adéquat à la représentation du mouvement cyclique. L'irrégularité et la déformation temporelles de ce mouvement ne tiennent pas en effet qu'à des facteurs secondaires mais aussi à des changements institutionnels qui relèvent de la réaction des sociétés confrontées aux tensions de toute nature associées aux moments critiques des phases cycliques successives. Dans les années quatre-vingt, ces changements concernent spécialement le fonctionnement du marché du travail et celui du système monétaire et financier. Les comportements d'épargne et d'investissement, qui sont la double face du mouvement de l'accumulation et qui décident de l'allocation des « surplus » productifs, sont au cœur de l'interaction entre l'un et l'autre.

L'exposé d'un schéma élémentaire du mouvement conjoncturel d'une économie dotée d'un secteur monétaire et financier moderne introduit l'article. Ce schéma ne prétend pas être un modèle complètement spécifié, il s'agit plutôt d'un simple guide de lecture des séries temporelles disponibles. Cette lecture ne va pas de soi, en effet : la lecture de la ligne comptable des besoins et capacités de financement des agents et des nations révèle les

résultats « ex post » du mode de réalisation de l'égalité comptable entre épargne et investissement, nécessairement respectée à l'échelle d'un système fermé (au maximum, la planète). Mais elle ne livre pas d'emblée une information pertinente et transparente sur les projets d'épargne et d'investissement des différents agents et les tensions suscitées par leur confrontation. Parler de pénurie d'épargne, en évoquant par là une forme de « rationnement » pouvant affecter le marché des fonds prêtables, fait pourtant référence à ces tensions qui sont, d'une façon ou d'une autre, plus ou moins durablement, résorbées par les modalités de réalisation des équilibres comptables.

Un guide de lecture

Soit, à titre illustratif, une économie à trois agents : ménages, entreprises et banques (schéma 1). L'épargne est le fait des entreprises, qui disposent d'un autofinancement E_c , et des ménages, qui épargnent un montant E_m . Deux produits d'épargne sont disponibles pour les ménages : les liquidités et les actions, correspondant respectivement à l'épargne courte et à l'épargne longue. Les actions A alimentent le passif des entreprises, dont elles sont un mode de financement ⁽¹⁾ ; les liquidités L_m alimentent les dépôts bancaires et, les mobilisant, les banques octroient des crédits C aux entreprises (selon un « multiplicateur » de crédit). Une partie de ces crédits est utilisée par les entreprises comme ressources de trésorerie liquides L_c sous forme de dépôts bancaires (« les crédits font les dépôts »). L'équilibre du tableau de financement des entreprises permet de retrouver l'équilibre de l'épargne et de l'investissement au sein de cette économie fermée (mais, évidemment, on ne dit pas ici comment se forme l'épargne dans le monde « réel ») :

$$I + L_c = E_c + A + C$$

$$\text{soit } I = E_c + A + (C - L_c) = E_c + (A + L_m) = E_c + E_m$$

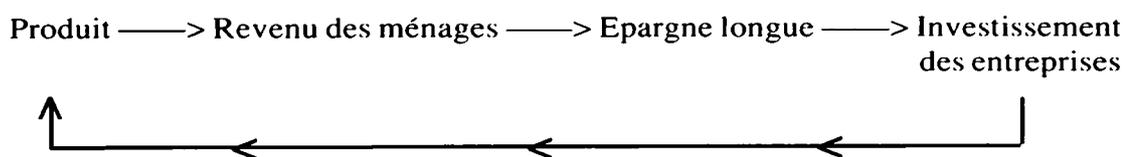
On peut comprendre la première équation comme une description de l'équilibrage de la demande et de l'offre de « fonds prêtables » : les entreprises émettent une telle demande pour répondre à des besoins d'investissement et de trésorerie et l'offre de ces fonds cumule l'autofinancement des entreprises, la demande d'actions par les ménages et l'offre de crédits par les banques. L'équivalence des deux équations signifie que « l'équilibre » du marché des fonds prêtables équivaut à l'égalité comptable de l'épargne et de l'investissement.

A supposer de manière simpliste que le cycle de référence du PIB et celui du revenu des ménages coïncident, le schéma cyclique gouvernant l'épargne courte et l'épargne longue des ménages ainsi que les ressources de

(1) Il faut ici comprendre la dénomination « action » comme une représentation générique des titres longs, plutôt que comme les titres boursiers au sens strict.

trésorerie des entreprises pourrait être résumé par le schéma 2, commenté ci-dessous ⁽²⁾ :

a) Pour déterminer leur épargne longue, les ménages prennent en compte leur revenu permanent (qu'on assimilera ici de manière brutale au trend sous-jacent au cycle du revenu) mais aussi l'écart entre leur revenu courant et ce revenu permanent : ils placent en actions une fraction de l'écart cyclique entre le revenu courant R_t et son trend R^p et utilisent ainsi les « surplus » cycliques pour agrandir leur patrimoine. La capacité de recours des entreprises à l'émission d'actions est contrainte par la disponibilité d'épargne longue. Cette contrainte peut « mordre » sur l'investissement si les entreprises ne sont pas à même de dégager un autofinancement suffisant et si l'organisation des circuits financiers ne permet pas aisément aux entreprises de financer l'investissement par d'autres ressources externes que les actions. Elle concourt dans ce cas à amplifier le cycle de l'activité lui-même : une boucle « procyclique » apparaît, censée jouer selon des délais assez brefs en l'absence de décalage entre le cycle du produit et celui du revenu des ménages :



Le jeu de cette boucle est sérieusement altéré ou étalé dans le temps si le système financier manifeste suffisamment d'élasticité à l'égard des besoins de financement exprimés par les entreprises à des fins d'investissement. Cette élasticité peut découler de l'organisation structurelle du système financier. Ainsi, le schéma de l'économie d'endettement a pu servir d'approximation convenable pour décrire les processus d'endettement des « trente glorieuses » ⁽³⁾. Dans ce schéma, l'organisation du système financier est adaptée à la satisfaction par les institutions de crédit des besoins de financement qu'expriment, compte tenu du taux d'intérêt fixé par ces institutions, les agents non financiers. Cette satisfaction s'opère sans recours à un rôle actif des marchés de titres, ni problème particulier d'équilibre monétaire, en raison de la quasi-automaticité du refinancement bancaire par la Banque Centrale. Elle peut cependant être contrainte par un encadrement quantitatif du crédit, comme ce fut périodiquement le cas dans cette « économie d'endettement administrée » qu'était l'économie française jusque dans les années soixante-dix.

L'élasticité du système financier peut provenir aussi du fonctionnement effectif d'une économie où les marchés financiers (dans le schéma 1, le marché des actions) jouent un rôle plus important : si le flux d'épargne est

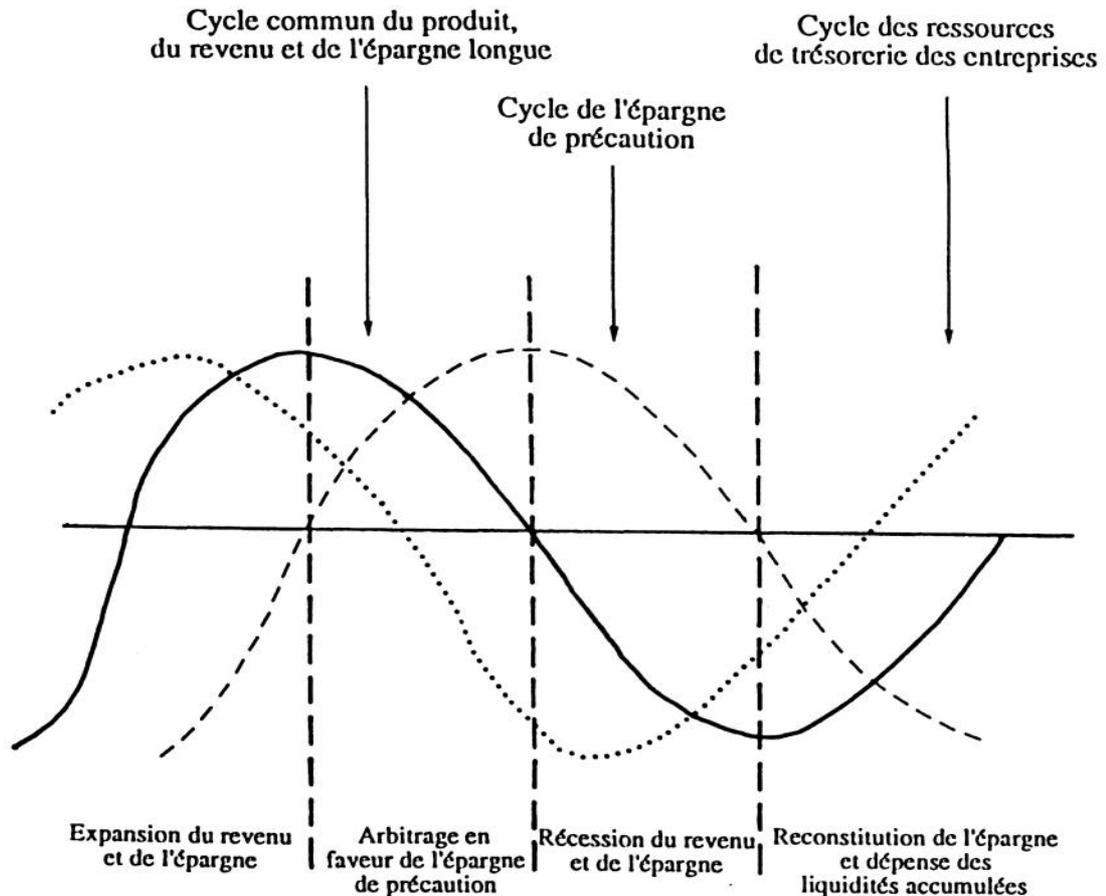
(2) Le schéma d'analyse présenté ici peut être compris comme un prolongement financier du schéma macro-économique plus général proposé par J. Adda et P. Sigogne. Cf dans ce même numéro leur article : « Eléments pour une approche endogène des retournements conjoncturels ».

(3) Pour un exposé clair et synthétique de la thèse de l'économie d'endettement, voir : V. Levy-Garboua, B. Weymuller, « Macroéconomie contemporaine », Economica, 1979.

Schéma 1. Un cadre comptable pour le mouvement conjoncturel

	Variation des actifs				Variation des passifs		
	Ménages	Entreprises	Banques		Ménages	Entreprises	Banques
Épargne		←		←	← E _m	E _e →	
Actions	→ A	→		→		→ A	
Liquidités des ménages	→ L _m	→		→		→	→ L _m
Crédits			← C	←	←	→ C	
Liquidités des entreprises		→ L _e	←	→		→	← L _e
Investissement des entreprises		→ I ←		←			←

Schéma 2. Epargne et cycle conjoncturel



limité mais que l'encours de fonds propres des entreprises est valorisé très fortement sur le marché boursier, l'accès des entreprises au crédit peut en être facilité, tant du moins que cette valorisation est confirmée par la tenue du marché. La structure du passif des entreprises, entendue comme le rapport entre leurs dettes et les fonds propres en actions (soit le rapport C/A où C et A sont mesurés comme des encours aux prix du marché et non plus comme des flux) reste alors permissive à l'égard du recours à l'endettement. Mais cette permissivité sera elle-même de nature cyclique, si les évaluations boursières viennent à surestimer les rendements escomptés des opérations d'investissement et sont l'objet de forces de rappel témoignant de l'état réel de l'économie. Ces forces redonnent, lorsqu'elles se mettent à jouer, de la vigueur à la contrainte de disponibilité d'épargne. Ce caractère cyclique est d'autant plus affirmé que l'offre de crédit bancaire tient compte explicitement des mouvements boursiers, au travers par exemple de normes prudentielles. Repli de l'offre globale de crédit, sélection des clients selon l'état de leur solvabilité personnelle et désendettement volontaire des emprunteurs se combinent alors pour orienter le cycle du crédit à la baisse lorsque la perception des tensions financières devient prédominante. L'élasticité d'un système financier qui repose sur le découplage du circuit du crédit et des marchés financiers peut finalement amplifier aussi bien qu'allonger le cycle.

b) L'épargne courte obéit à des motifs de précaution devant les risques de baisse du revenu et, éventuellement, de dévalorisation du patrimoine. Elle dépend de l'anticipation que font les ménages de l'évolution des paramètres gouvernant l'évolution de leur revenu courant et la valorisation de leur patrimoine : emploi, inflation. Si on retient le cas simpliste où cette composante de l'épargne dépend de l'anticipation R_{t+h}^a de leur revenu que font les ménages en t pour un certain horizon $t+h$ (leur horizon de référence, c'est-à-dire le terme h pour lequel ils se sentent capables d'anticiper, ne serait-ce que qualitativement, l'évolution de leur revenu), ils épargnent, ou désépargnent, une fraction de l'écart entre leur revenu courant R_t et ce revenu anticipé R_{t+h}^a . Cet écart $R_t - R_{t+h}^a$ est la variation de revenu anticipée par les ménages à l'horizon considéré. Si les ménages ont une bonne intuition du cycle, cette composante de l'épargne aura un cycle retardé par rapport au cycle de l'activité : le niveau de l'épargne de précaution sera maximal lorsque les ménages anticiperont la baisse maximale de revenu. Au total, le cycle de l'épargne des ménages sera retardé par rapport à celui de l'activité et du revenu ⁽⁴⁾ : $E_m = A + L_m = s_0 R_t^p + s_1 (R_t - R_t^p) + s_2 (R_t - R_{t+h}^a)$

Le comportement bancaire est décisif pour dissocier le mouvement cyclique de la trésorerie des entreprises ⁽⁵⁾ de celui de l'épargne courte des ménages. Le schéma 2 représente le cas vraisemblable où le cycle de la trésorerie est avancé par rapport au cycle de l'activité. Ainsi, lorsque l'activité est à son minimum, les entreprises sont déjà en phase de reconstitution de leurs ressources de trésorerie, ce qui va justement permettre la reprise : d'une part, parce que les ménages, commençant à anticiper une hausse prochaine de leur revenu, font de la « désépargne de précaution » et alimentent ainsi la demande adressée aux entreprises, contribuant à l'amélioration de leur autofinancement ; d'autre part, parce que les banques, ayant satisfait leur préférence pour la liquidité et disposant d'une part adéquate

(4) L'équation qui suit n'a qu'une vertu indicative d'une certaine direction de la recherche portant sur les mouvements cycliques de l'épargne : elle ne se veut pas une spécification rigoureuse. Elle pourrait cependant être rapprochée des spécifications proposées par certains économètres en termes de modèles à composantes inobservables, distinguant une composante transitoire et une composante tendancielle dans l'évolution du revenu : le consommateur a l'avantage sur le statisticien d'observer cette décomposition dans la formation de son revenu et il opère une synthèse subjective, rationnellement anticipée et actualisée, de ces deux composantes qui constitue son « revenu permanent » et qu'il prend en compte dans ses choix de consommation et d'épargne. Cf D.Quah, « Permanent and Transitory Movements in Labor Income : an Explanation for Excess Smoothness in Consumption », *Journal of Political Economy*, vol 98, n°3, 1990. Il reste que ce type de modèles mobilise fréquemment une notion de cycle, pour représenter le mouvement du revenu et de ses composantes, qui est assez lointaine de l'approche retenue ici en ce sens que ce cycle est réductible aux effets induits par une suite d'aléas stationnaires. Pour des éléments de discussion, cf J.Fayolle, « Décrire le cycle économique », dans ce même numéro.

(5) La situation de trésorerie des entreprises peut être assimilée au taux de couverture de leurs besoins de roulement par les fonds de roulement dont elles disposent et par les concours de trésorerie (principalement les crédits bancaires à court terme qu'elles obtiennent) : cette couverture décide de l'encaisse liquide disponible (dans le schéma la variable L_c en encours) et la situation de trésorerie ressentie peut être entendue comme l'écart de l'encaisse effective à une encaisse désirée. Le niveau de l'encaisse désirée, relativement aux charges d'exploitation de l'entreprise, dépend cependant de déterminants économiques et institutionnels qui peuvent varier dans le temps et qui influenceront ainsi sur le cycle conjoncturel. Cf, à ce propos, la communication de M.Fried et J.Prohin, « La maîtrise des besoins d'exploitation face aux évolutions conjoncturelles », *Crédit National, 16^{ème} journée des Centrales de bilans*, octobre 1991.

d'actifs non risqués dans leur portefeuille, « jouent » la reprise et ont un multiplicateur de crédit élevé.

Inversement, au cours de la période d'expansion, l'effritement des gains de productivité, les tensions salariales et l'ampleur des besoins d'investissement suscités par les tensions sur les capacités de production réduisent progressivement le taux d'autofinancement (E_c/I). Lorsque les tensions financières conduiront les banques à limiter leur « multiplicateur » de crédit, la situation de trésorerie deviendra contraignante pour les entreprises et sera facteur de retournement récessif.

La capacité des entreprises à assurer leur liquidité et à prolonger ainsi l'expansion (ou à s'engager dans la reprise) dépend à la fois du flux de cash-flow qu'elles retirent de leur cycle d'exploitation et de leur accès au crédit. Les moments où ces contraintes deviennent actives durant la phase d'expansion (ou se relâchent durant la contraction) dépendent de caractéristiques structurelles de l'économie considérée : si l'expansion génère de manière endogène des rendements croissants, les conflits de répartition, qui n'en peuvent pas moins être aigus, sont à même de se dénouer positivement car l'autofinancement des entreprises bénéficie grandement du dynamisme de la demande des ménages ; si le système financier développe une capacité de transformation prononcée et flexible des ressources d'épargne courte dont il dispose, le crédit bancaire peut se substituer aisément à l'autofinancement lorsque celui-ci s'infléchit. Tant que ces facteurs jouent, l'investissement des entreprises n'est pas directement contraint par l'épargne des ménages.

c) La forme du cycle conjoncturel sera ainsi influencée par le degré de cloisonnement entre les différentes composantes du marché des fonds prêtables : dans un système où l'épargne longue finance l'investissement tandis que le crédit bancaire finance les besoins de roulement, la limitation de cette épargne peut freiner plus rapidement l'expansion que dans un système non cloisonné où « l'élasticité » plus importante du crédit bancaire permet des avances de fonds anticipant la création de capacités nouvelles. L'épargne, dans ce dernier cas, joue un rôle stabilisant, en permettant de consolider l'expansion impulsée par le crédit, puisque le flux d'épargne nouvelle induit par la croissance du produit permet de limiter le recours à « l'inflation » de crédit. Mais ces propriétés de stabilité dépendent de l'ensemble des caractéristiques du système économique : l'efficacité productive des fonds investis, la répartition des surplus de productivité ainsi obtenus, la propension à épargner des agents et l'efficacité du système financier.

L'équilibrage du marché des fonds prêtables a pour résultat une configuration particulière du tableau de financement des entreprises qui témoigne des contraintes correspondant aux cloisonnements éventuels ou au contraire de la souplesse apportée par la « globalisation » financière. Ce marché des fonds prêtables concourt à la détermination des taux d'intérêt (avec une gamme de taux prenant en compte les distinctions introduites sur le marché des fonds prêtables et la régulation interne au système bancaire). Comme les composantes de l'offre et de la demande de fonds prêtables et les modalités de leur équilibrage obéissent à des rythmes cycliques, le comportement

propre des taux d'intérêt sera également affecté par de tels rythmes ⁽⁶⁾. Parler du rôle du marché des fonds prêtables dans la détermination des taux d'intérêt n'équivaut pas à adopter une détermination « néo-classique » de l'équilibre épargne-investissement car la position des courbes d'offre et de demande de ces fonds peut varier en fonction du produit national : c'est fondamentalement la leçon keynésienne. Une série d'auteurs, depuis Gottfried Haberler jusqu'à Jean Denizet ⁽⁷⁾, a tenté cette insertion du marché des fonds prêtables dans une représentation keynésienne soucieuse d'explicitier la dynamique des taux d'intérêt.

La représentation adoptée du système bancaire ne privilégie pas une théorie particulière : les dépôts (des ménages) font les crédits et ces crédits font les dépôts (des entreprises). Le niveau des crédits dépend, côté offre, du mode d'organisation et de régulation interne au système bancaire (automaticité ou contingence du refinancement auprès de la Banque Centrale), ici sous-entendu et résumé dans la relation « réduite » qu'est le « multiplicateur » de crédit. Ce multiplicateur obéit à des déterminants institutionnels et conjoncturels. Comme l'histoire monétaire le montre, ceux-ci ne sont pas indépendants, car ce sont fréquemment les phases critiques du cycle économique qui suscitent des transformations institutionnelles et réglementaires du système financier : les principes concurrents de la « banking school » et de la « currency school » opposent tout autant des pratiques institutionnelles susceptibles d'alternance que des écoles de pensée abstraites ⁽⁸⁾. Ces transformations contribuent à modeler les moda-

(6) P. Sigogne a proposé un schéma de ce comportement, à partir d'une stylisation du cas américain, et mis en évidence sa dépendance à l'égard du régime de politique monétaire. Cf P. Sigogne, « Taux d'intérêt et croissance à court et long terme », *Observations et Diagnostics Economiques, Revue de l'OFCE*, n°14, Janvier 1986.

(7) G. Haberler, *Prospérité et dépression*, Société des Nations, Genève, 1^{ère} édition en 1937 ; J. Denizet, *Monnaie et financement*, Dunod, 1967, édition mise à jour en 1982 sous le titre *Monnaie et financement dans les années 1980*.

(8) Ces deux écoles, dont l'opposition parcourt jusqu'à aujourd'hui l'histoire de la pensée économique dans le domaine monétaire comme le rappelle M. Aglietta (dans le chapitre « La Monnaie » de l'*Encyclopédie économique* publiée sous la direction de X. Greffe, J. Mairesse et J.L. Reiffers aux Editions Economica, 1990), ont chacune leurs limites : la « Currency School » se heurte aux problèmes difficiles de l'intégration d'une « monnaie externe » à l'équilibre économique et ne parvient à un exposé cohérent de la neutralité monétaire que dans le cadre d'une théorie patrimoniale de la monnaie-encaisse, formalisée par Patinkin ; la « Banking School », dont la thèse de l'économie d'endettement peut être considérée comme une forme moderne, fait de l'émission de « monnaie interne » la contrepartie de la monétisation des droits sur la production soldant les échanges de biens et services. Elle suppose un caractère parfaitement fonctionnel du système bancaire, satisfaisant les besoins de financement des agents sans problème spécifique d'équilibre monétaire. Mais, dans une économie où le crédit finance des projets d'investissement dont la rentabilité réelle peut décevoir les anticipations qui justifiaient l'appel au crédit, la réalité de ces déceptions perturbe cette fonctionnalité. L'économie de crédit ne se passe pas d'une base monétaire qui alimente les liquidités bancaires et dont la reconstitution peut jouer durement dans certaines phases conjoncturelles (cf J. Fayolle « Economies d'endettement et de marchés financiers : une approche critique », *Issues*, n° 34, 2^{ème} trimestre 1988). La théorie keynésienne s'efforce de dépasser la dichotomie entre monnaie externe et monnaie interne en reconnaissant comme une réalité la dualité de la monnaie. Le financement des investissements par création monétaire suscite une épargne qui couvre après coup ces investissements. Mais dans des conditions conjoncturelles où l'état de la confiance souffre d'anticipations défavorables sur l'efficacité attendue des investissements, jugée insuffisante, et sur le taux d'intérêt « normal », présumé supérieur au taux courant, la préférence pour la liquidité peut absorber et stériliser la création monétaire. M. Aglietta nous paraît cependant

lités de sortie de la crise de solvabilité et de liquidité, qui est le point fort de la crise cyclique, ainsi que la forme du cycle à venir.

Il ne faut voir dans ce schéma sommaire des équilibres financiers de l'économie qu'un guide analytique orientant la lecture des séries temporelles. Il reste suffisamment souple pour être décontracté en un plus grand nombre d'agents et d'opérations. L'Etat peut fort bien être considéré comme une « entreprise » particulière, disposant des trois modes de financement envisageables (autofinancement, dette publique en assimilant les titres correspondant à des « actions », crédit bancaire). L'économie considérée est restée fermée. Introduire l'ouverture implique la prise en compte des mouvements de capitaux et de l'interdépendance entre les taux de change et d'intérêt. Les modalités de transmission du cycle entre régions du monde peuvent alors être très différentes selon la combinaison prévalante d'une série de facteurs : mobilité des capitaux ; régime monétaire international ; présence d'asymétries entre régions (une contrainte extérieure de nature et d'intensité différentes selon qu'il s'agit d'une économie moyenne ou d'une économie dominante, d'une économie dotée d'une forte spécialisation en biens d'équipement ou non). La modification conséquente des mécanismes cycliques pour une économie moyenne comme l'économie française peut s'interpréter comme le produit de l'interaction entre ces mécanismes et une contrainte extérieure qui incorpore des déterminants commerciaux aussi bien que monétaires et financiers. Il convient alors de disposer d'une représentation convenable de cette contrainte extérieure. Mais elle peut être comprise comme un mode d'action particulier d'une contrainte de disponibilité d'épargne.

Épargne, investissement et cycle conjoncturel : une corrélation nationale qui s'affaiblit ici, se renforce là

Pour analyser correctement les mouvements conjoints de l'épargne et de l'investissement dans une économie moyenne et ouverte comme la France, il est préalablement utile de situer ces mouvements comparativement à ceux de ses principaux partenaires, afin de repérer d'emblée les similarités, explicables par la parenté des régulations internes de ces économies et leur participation à une même économie mondiale, mais aussi les particularités éventuelles, témoignant d'asymétries significatives.

exagérer l'indétermination du « cycle keynésien » en faisant du taux d'intérêt jugé normal, qui conditionne l'attitude des épargnants, essentiellement le produit d'une convergence mimétique, d'une « anticipation conventionnelle », sans rapport particulier avec l'équilibrage du marché des fonds prêtables. Vieux débat qu'avait soulevé et exploré Jean Denizet dans son ouvrage déjà cité.

Similarités et asymétries internationales

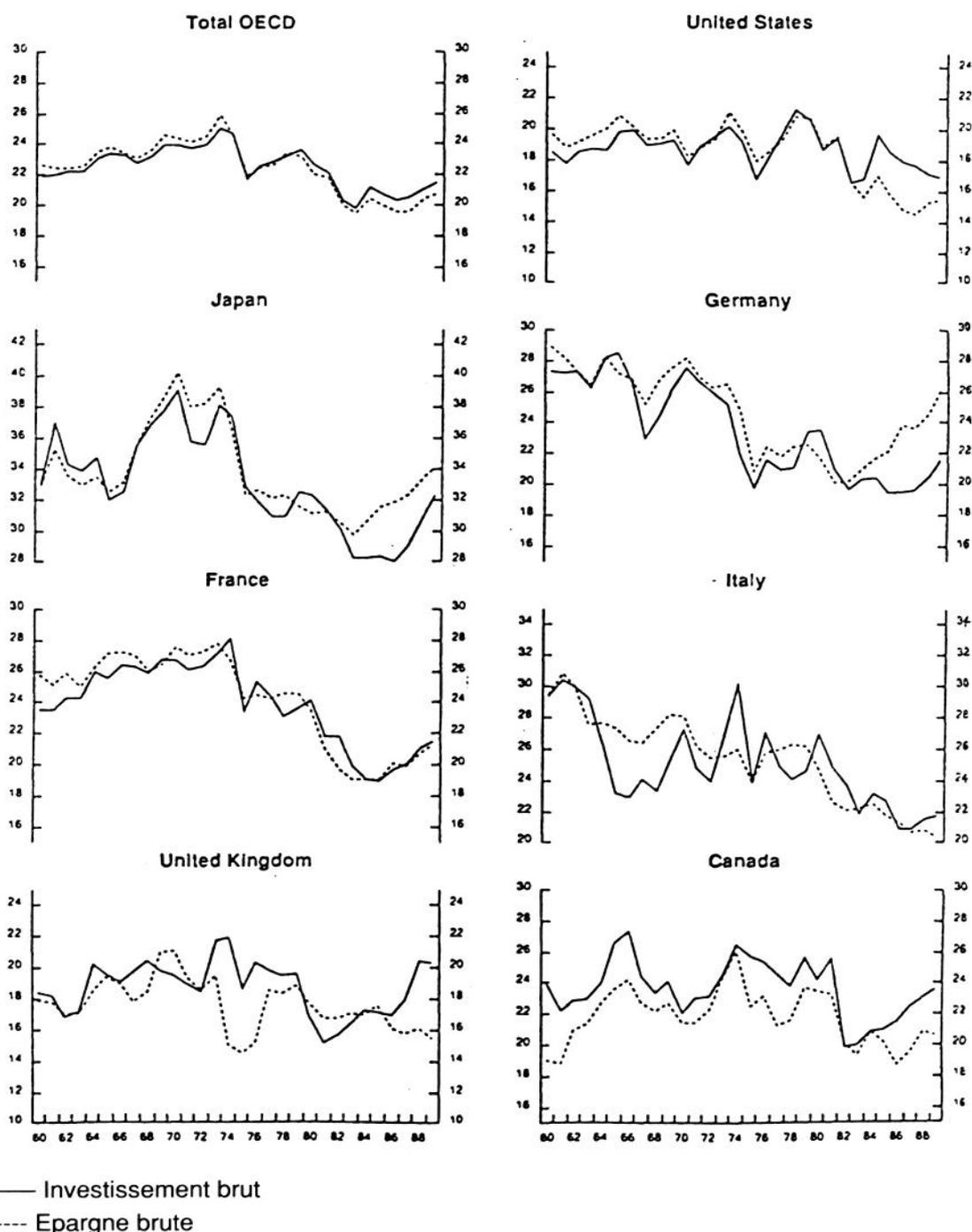
Désynchronisations et réversibilités dans l'amorçage d'une nouvelle phase ascendante de l'effort d'accumulation ...

Prise dans son ensemble, la décennie quatre-vingt se caractérise par un faible niveau du taux d'épargne mondial (épargne brute globale / PNB), qui reflète principalement l'évolution intervenue dans les pays de l'OCDE, lesquels concentrent environ les trois quarts du flux d'épargne mondial⁽⁹⁾ : le taux d'épargne agrégé de ces pays se situe, durant les années quatre-vingt, à proximité de 20 % alors qu'au début de la décennie soixante-dix son niveau était de l'ordre de 24 % (cf le jeu de graphiques 1). Le profil de l'évolution n'est pas exclusif d'un mouvement de longue période doté d'une allure cyclique : si l'on s'en tient aux seuls pays de l'OCDE, la progression tendancielle du taux d'épargne durant la décennie soixante jusqu'au sommet de 1973 fait place à un repli jusqu'en 1983, puis à une amorce de remontée, lente et fragile. Ce profil se retrouve très clairement dans le cas de certains pays, la France tout particulièrement mais aussi, avec plus d'irrégularités, le Japon et le Canada. Dans les autres grands pays de l'OCDE, à retenir le découpage chronologique arbitraire constitué par ces trois décennies, le profil cyclique évoqué apparaît tronqué : le trend baissier semble amorcé dès les années soixante en Allemagne et surtout en Italie, tandis que le retournement de ce trend à la hausse ne se manifeste guère, durant la seconde moitié des années quatre-vingt, aux USA, au Royaume-Uni et en Italie⁽¹⁰⁾.

(9) On utilise ici certaines séries statistiques présentées dans un document de travail de l'OCDE (« Savings Trends and Measurement Issues », J.Elmeskov, J.Shafer, W.Tease, *Economics and Statistics Department Working Paper*, n° 105, OCDE, 1991). Ce document de travail a été repris sous le même titre dans un numéro du *Scandinavian Journal of Economics* (vol 94, n°2, 1992) où il est suivi d'un commentaire d'Edmond Malinvaud. On utilise aussi des séries issues de la base de données du modèle MIMOSA. Ces dernières ont déjà été analysées par les auteurs de l'ouvrage « Economie mondiale 1990-2000 : l'impératif de croissance » (Rapport du CEPII en collaboration avec l'équipe MIMOSA de l'OFCE, Economica, 1992) dans une optique de caractérisation des tendances passées afin de fonder une prospective décennale. La nature de l'exercice — l'élaboration d'un scénario tendanciel, c'est-à-dire « à comportements et politiques inchangées » — peut cependant induire une lecture du passé qui privilégie l'inertie, plus aisée à extrapoler que le cycle, et qui risque ainsi de sous-estimer des inflexions qu'une lecture de nature conjoncturelle privilégiera.

(10) Dans un article récent (« A Long-Run Perspective on Saving », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol.94, n° 2, 1992), Angus Maddison présente pour un certain nombre de pays développés et sous-développés des séries de très longue période, remontant fréquemment jusqu'au XIX^{ème} siècle, portant sur les taux d'épargne et d'investissement nationaux. Un regard sur ces séries confirme, pour les pays industrialisés cités dans le texte, l'existence d'un mouvement long de nature cyclique pour les efforts d'épargne et d'investissement sur l'ensemble de l'après-guerre jusqu'à aujourd'hui et permet d'apprécier plus précisément les déphasages entre pays : ainsi l'effort d'épargne et d'investissement allemand a cru fortement au cours des années cinquante mais s'est stabilisé dès le début des années soixante. Qualifier cependant, sans examen suffisant, ce mouvement long de cycle serait aller trop vite dans la mesure où ce profil d'après-guerre n'apparaît pas d'emblée comme la répétition de mouvements antérieurs d'allure analogue.

1. Taux d'épargne et d'investissement nationaux (% du PNB)



Source : Elmeskov J., Shafer J., Tease W. (1991)

Taux d'investissement et taux d'épargne nationaux, mesurés en proportion du PIB sur les trente dernières années pour l'ensemble de l'OCDE et les pays du G7, font preuve, au premier examen, d'une corrélation assez étroite et l'écart entre ces deux taux, qui correspond au besoin de financement de la nation, reste le plus souvent d'un ordre de grandeur bien inférieur à chacun des taux. L'épargne et l'investissement nationaux sont « codéterminés ». Les deux courbes décrivent le plus souvent des trajectoires parentes. C'est

le Royaume-Uni qui s'écarte le plus de cette similarité : si le taux d'investissement britannique semble bien illustrer le profil cyclique de longue période évoqué, le taux d'épargne subit de plus forts mouvements conjoncturels (comme sa baisse brutale mais transitoire de 1974 à 1976) qui distendent sa corrélation avec le taux d'investissement. A prendre l'ensemble de l'information apportée par le jeu de graphiques 1, on peut conjecturer que se superpose à la succession des cycles conjoncturels un mouvement de type « onde longue », dont la phase déclinante aurait été perçue dans tous les pays au cours des années soixante-dix tandis que la phase ascendante ne se serait amorcée, au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt que dans certains d'entre eux, de manière au demeurant réversible : si un tel amorçage n'est guère tangible aux USA et encore moins en Italie, il l'est au Japon et en Allemagne, ainsi qu'en France à un moindre degré. Le choc de l'unification allemande et la crise financière japonaise sont cependant à l'origine, au début des années quatre-vingt-dix, d'une défaillance des créanciers internationaux que sont devenus le Japon et l'Allemagne. L'impact dynamique de cette défaillance sur les comportements tendanciels d'épargne et d'investissement de ces deux économies dominantes est encore incertain mais peut mettre en cause la remontée de l'effort d'épargne qu'elles ont enregistrée au cours des années quatre-vingt.

Les spécificités ou les divergences nationales des années quatre-vingt pourraient néanmoins s'interpréter comme un positionnement différent de chaque pays face à l'amorçage, fragile et réversible, de la remontée tendancielle de l'effort d'accumulation. Phénomène crucial, si c'est dans de tels moments que se joue la configuration des économies dominantes pour les décennies à venir. En tout cas, à faire une lecture naïve de ces courbes (c'est-à-dire s'en tenant aux chiffres enregistrés *ex post*), il eut paru plus normal de parler de pénurie d'épargne à propos du début des années quatre-vingt, au moment où tous les pays manifestaient un taux d'épargne faible, situé nettement en-deçà du niveau des années soixante. Mais concourt sans doute à « l'angoisse » de la pénurie d'épargne la désynchronisation internationale qui s'est manifestée durant les années quatre-vingt et qui fut bien plus qu'un accroc conjoncturel.

...et asymétrie accrue des contraintes extérieures au cours des années quatre-vingt

Dans les trois principales économies dominantes, la nouveauté commune des années quatre-vingt, c'est en effet le relâchement de la corrélation nationale entre les taux d'épargne et d'investissement, de manière opposée et bien connue pour les USA d'un côté, le Japon et l'Allemagne de l'autre. Ce relâchement, qui n'est que partiellement effacé à la fin de la décennie, s'opère au cours des années 1983 à 1986, lorsque la reprise de l'investissement s'affirme d'abord aux USA sans répondant équivalent du côté de la capacité d'épargne du pays : stimulé par la déréglementation, le nouveau débiteur américain capte l'excès d'épargne disponible en Allemagne et au Japon dans la situation de sous-emploi des capacités caractérisant alors ces deux pays.

A moyen terme, cependant, le déficit d'épargne des USA ne s'explique pas par une reprise tendancielle de l'effort d'investissement américain : après avoir brutalement augmenté en 1983-1984, le taux d'investissement retrouve une orientation au déclin. A la fin de la décennie, il rejoint puis passe en-deçà de ses points bas historiques : le creux de 1991 est inférieur à celui de 1982. Symétriquement, le Japon et l'Allemagne (jusqu'à l'unification) ont continué à plus épargner qu'investir sur la seconde moitié des années quatre-vingt mais leur effort d'investissement s'est accru et a absorbé plus largement une épargne nationale pourtant croissante. Déficit d'épargne sans excès d'investissement aux USA, pourrait-on dire ; excédent d'épargne sans déficit d'investissement au Japon et en Allemagne : ces deux pays, épargnants et investisseurs, concourent au financement d'un pays qui ne paraît pas avoir enrayé le déclin tendanciel de son dynamisme, si l'on en juge par l'intensité de l'effort d'accumulation.

Pour des économies moyennes comme celles de la France et de l'Italie, la corrélation entre épargne et investissement nationaux reste étroite sur toute la période (on peut même considérer qu'elle se renforce en Italie au cours des années quatre-vingt), ce qui peut témoigner de la sévérité de la contrainte extérieure bornant le besoin de financement effectif de ces économies. A côté de ce que se permettent les économies dominantes, les écarts français ne sont que peccadille. Lorsqu'ils sont relativement importants (un besoin de financement de la nation représentant 2,2 % du PIB en 1982, chiffre analogue à celui de la RFA en 1980, qui avait relancé en 1978-1979), ils sont résorbés rapidement.

Comme toujours, le Royaume-Uni fait bande à part : les écarts conjoncturels entre taux d'épargne et d'investissement peuvent être importants mais ils sont résorbés assez rapidement au gré du traditionnel « stop and go » britannique.

Taux d'investissement et d'épargne d'un pays donné évoluent de conserve mais cette liaison s'assouplit pour les économies dominantes dans les années quatre-vingt, dans un sens ou dans l'autre, tandis qu'elle ne se relâche pas, voire se renforce, pour des économies moyennes telles que la France et l'Italie. Cette dichotomie peut être prise comme l'indice d'une différenciation des contraintes extérieures au cours de la décennie récente, en défaveur des économies moyennes. Cela ne signifie pas pour autant que ces dernières ne participent pas à la globalisation financière internationale : comme le montrent certains travaux théoriques, la pleine liberté des mouvements de capitaux peut fort bien aller de pair, dans le cas d'économies de taille réduite, avec une corrélation étroite entre épargne et investissement nationaux ⁽¹¹⁾. Cette corrélation peut tenir tout aussi bien à la nature des comportements microéconomiques qu'aux exigences de crédibilité financière s'imposant à la politique économique.

(11) Par exemple, Mary G. Finn démontre par simulation la possibilité d'une telle corrélation, en cas de parfaite mobilité des capitaux, lorsque les chocs technologiques, étrangers et domestiques, présentent certaines propriétés de persistance. Cf M.G. Finn, « On savings and investment dynamics in a small open economy », *Journal of International Economics*, volume 29, n° 1/2, août 1990. Une discussion plus large de ce problème est menée par Hans Genberg et Alexander K. Swoboda dans leur article « Saving, Investment and the Current Account », *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 94, n°2, 1992.

Inertie de l'épargne privée, variabilité de l'épargne publique : vérité partielle

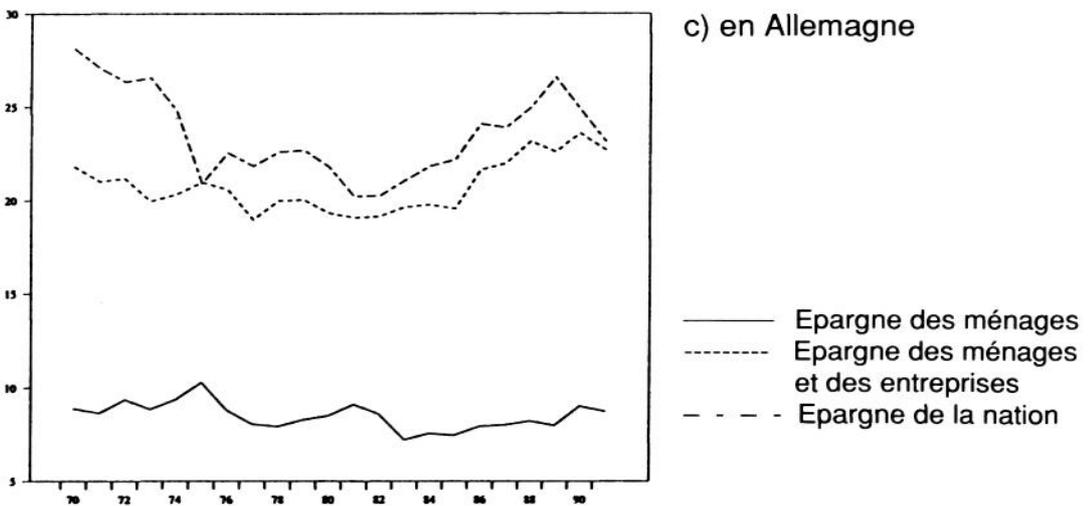
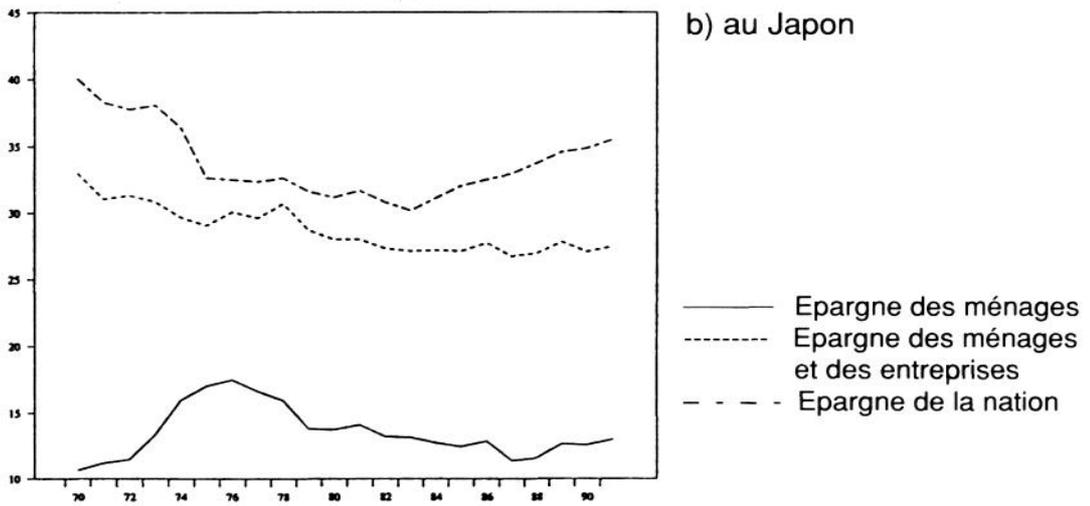
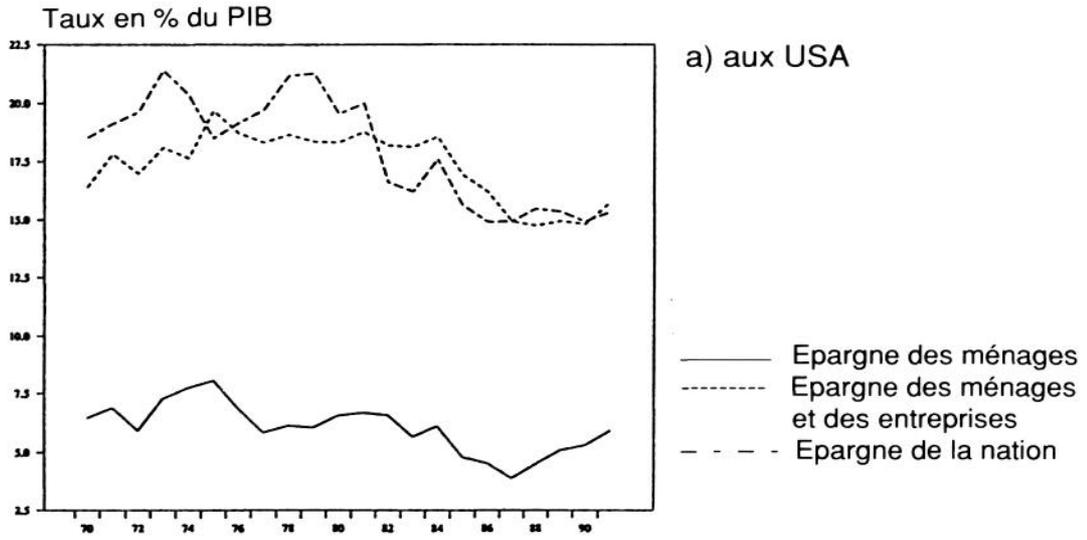
Au sein de l'épargne nationale, les variations respectives de l'épargne des ménages et de celle des entreprises⁽¹²⁾, rapportées au PIB, se compensent très fréquemment (graphiques 2) : les mouvements du partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits affectent l'origine de l'épargne, beaucoup moins le taux d'épargne national, du moins au premier degré⁽¹³⁾. Cette compensation réciproque est presque instantanée, sans être parfaite, au Japon : le taux d'épargne global des entreprises et des ménages (ou taux d'épargne privé) est inerte mais décline lentement avant de se stabiliser à la fin de la décennie quatre-vingt. La compensation est également prononcée, quoique partielle, en France où elle amortit le déclin tendanciel du taux d'épargne privé antérieur à sa faible reprise récente. Elle est moins nette en Italie, où elle amortit cependant les fluctuations du taux d'épargne privé par rapport à celles que connaît le seul taux d'épargne des ménages, et au Royaume-Uni. La compensation, qui s'était clairement manifestée au cours de cycles conjoncturels précédents aux USA et encore plus en Allemagne, est altérée dans ces deux pays depuis le milieu des années quatre-vingt. Le sens de l'altération est différent entre les deux pays : de 1984 à 1987 les taux d'épargne (en proportion du PIB) des ménages et des entreprises américains ont baissé conjointement ; en Allemagne, sur une période analogue, jusqu'à l'unification, la hausse a été au contraire conjointe, quoique le taux d'épargne des entreprises se soit sensiblement plus redressé que celui des ménages. Le dynamisme de l'épargne privée est en conséquence nettement plus marqué en Allemagne qu'aux USA sur la décennie quatre-vingt.

Le rôle des Administrations n'est pas neutre dans la formation comptable de l'épargne nationale et, s'il ne pèse pas en général autant que celui des ménages et des entreprises, certaines spécificités nationales marquées se dégagent néanmoins. Disposant de recettes qu'elles consacrent pour une large part à des dépenses de fonctionnement (dont les intérêts sur leur dette), les Administrations en tirent une épargne brute qu'elles peuvent consacrer à des dépenses d'investissement (infrastructures collectives principalement), même si elle n'y suffit pas, auquel cas un besoin de financement public apparaît. Ces investissements publics jouent leur rôle dans la formation de la productivité nationale, comme nombre de travaux récents le rappellent opportunément. L'épargne publique concourt ainsi à l'accumulation nationale et à la qualité de l'accumulation privée, notamment par les externalités positives associées aux investissements collectifs. L'épargne des administrations contribue à amplifier les fluctuations du taux d'épargne national, car elle est particulièrement sensible aux cycles de l'activité économique.

(12) Les institutions financières, dont l'épargne n'est qu'une part faible de l'épargne nationale, ont été regroupées avec les entreprises. Le taux d'épargne agrégé des ménages et des entreprises (y compris les institutions financières), exprimé en proportion du Pib, définit le taux d'épargne privé.

(13) Elle peut évidemment l'affecter au travers de l'impact éventuel de la répartition des revenus sur la dynamique de la productivité et de la croissance.

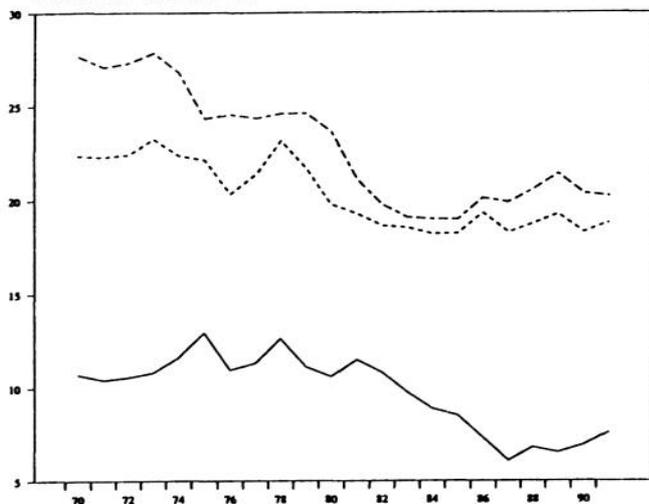
2. Formation de l'épargne nationale



Source : Base de données du modèle MIMOSA.

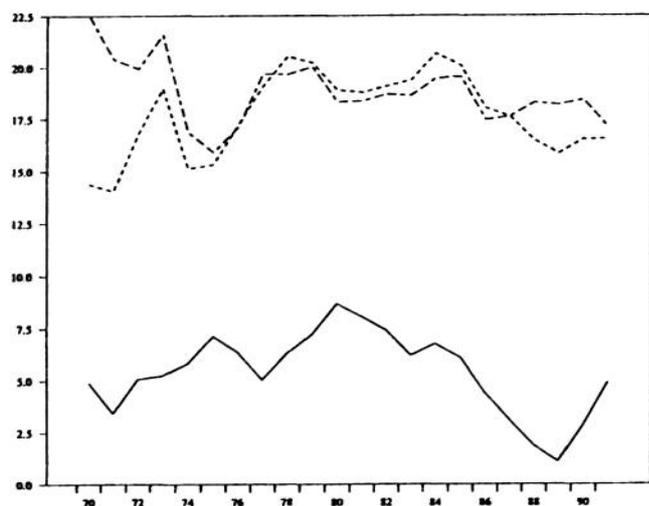
2. Formation de l'épargne nationale

Taux en % du PIB



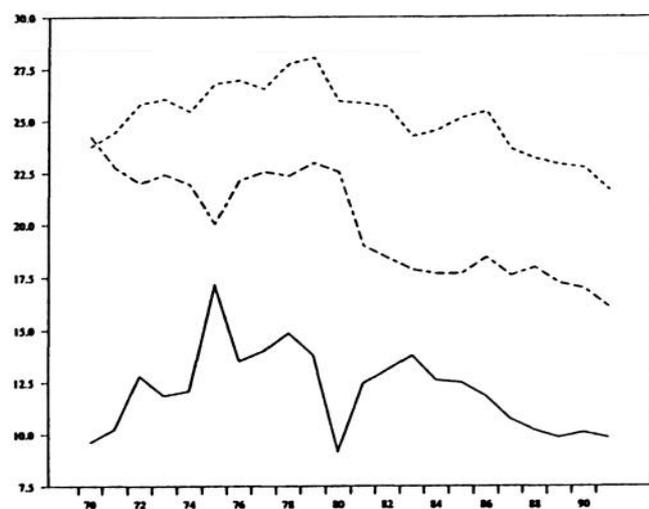
d) en France

- Epargne des ménages
- Epargne des ménages et des entreprises
- - - Epargne de la nation



e) au Royaume-Uni

- Epargne des ménages
- Epargne des ménages et des entreprises
- - - Epargne de la nation



f) en Italie

- Epargne des ménages
- Epargne des ménages et des entreprises
- - - Epargne de la nation

Source : Base de données du modèle MIMOSA.

Durant les années quatre-vingt, la dépression de l'épargne publique américaine, qui devient négative de 1982 à 1986 (une désépargne donc) pour tendre à s'annuler ensuite, a significativement contribué au repli tendanciel du taux d'épargne nationale des USA : il est devenu impossible de financer, ne serait-ce que pour partie, le simple renouvellement (puisqu'il s'agit de l'épargne brute) des équipements publics sur la base des recettes courantes. Dans les autres pays, Italie mise à part, le comportement de l'épargne publique contribue à amplifier le déclin du taux d'épargne au cours des années soixante-dix mais à conforter sa stabilisation ou son redressement récents (jusqu'à l'unification dans le cas allemand). Cette contribution publique aux mouvements du taux d'épargne nationale est particulièrement prononcée dans le cas du Japon : le taux d'épargne privé étant assez inerte dans ce pays, c'est la reprise de l'épargne publique (liée à la constitution de réserves pour le financement futur des retraites) qui fait celle de l'épargne nationale dans les années quatre-vingt. La contribution récente positive de l'épargne publique à l'épargne nationale est nette également au Royaume-Uni où cette épargne publique, modérément négative après 1978, est redevenue franchement positive sur la fin des années quatre-vingt. Cette contribution est nettement plus modérée en France. Le cas italien est spécifique : l'épargne publique est négative depuis le début des années soixante-dix et cette épargne négative, après avoir atteint des niveaux très élevés en proportion du PIB au début des années quatre-vingt, reste aujourd'hui proche de ces niveaux. Depuis vingt ans, le taux d'épargne nationale italien a décliné beaucoup plus fortement que le seul taux d'épargne privé et ne s'est pas encore redressé.

Bien sûr, l'interaction entre épargne privée et épargne publique est particulièrement sujette à des débats souvent peu conclusifs. Si, à court terme, l'épargne publique constitue clairement un facteur d'amplification des fluctuations de l'épargne nationale, les causalités de moyen terme sont complexes, car elles dépendent de la manière dont les agents prennent en compte les contraintes et effets intertemporels associés à la gestion des budgets publics ⁽¹⁴⁾.

Épargne, investissement et cycle conjoncturel au sein d'une économie moyenne : le cas français de 1946 à 1991

Cycles conjoncturels majeurs et mineurs de l'économie française

Sur le cas français, l'affinement de la vision conjoncturelle suppose la détermination d'une chronologie de référence des mouvements cycliques et le croisement de cette chronologie avec les évolutions propres des taux d'épargne et d'investissement. Le repérage des pics et des creux de l'activité

(14) cf, pour une discussion, l'article déjà cité de H.Genberg et A.K.Swoboda (1992).

économique globale a été pratiqué en appliquant une approximation de la méthode utilisée par l'OCDE à une série trimestrielle du PIB marchand sur la période 1946-1990 ⁽¹⁵⁾. Ce repérage ne va pas de soi, pour des raisons immédiatement visibles sur une série macroéconomique pourtant plus fluctuante que le PIB marchand, celle de la formation brute de capital fixe (graphique 3). La croissance française, sur l'ensemble de l'après-guerre, a connu une succession de régimes apparents sensiblement différents :

*La période de reconstruction et les années cinquante (soit la période couverte par la IV^{ème} République) connaissent une accumulation rapide, hâchée par des replis prononcés (1952-1953 ; 1958-1959).

*Suit une longue période (1960-1974) d'accumulation forte et régulière, dont le rythme s'infléchit cependant progressivement, malgré certains sursauts. Les replis sont rares et limités (sauf l'accident du 2^{ème} trimestre 1968).

*A partir de la récession de 1975 et jusqu'en 1985, l'accumulation retrouve une évolution sensiblement plus cyclique, mais autour d'un trend quasiment plat.

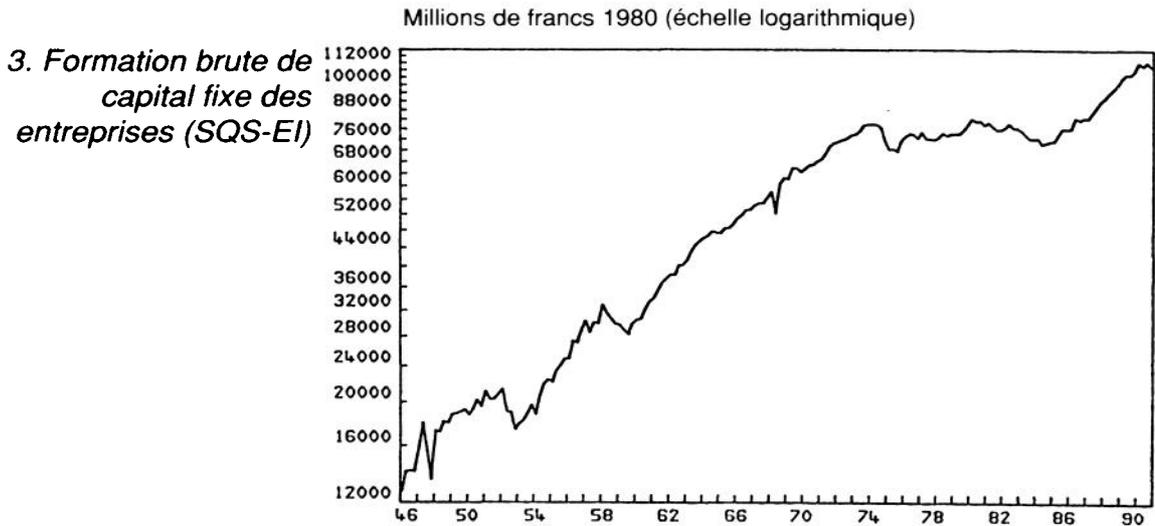
*La reprise de l'accumulation de capital à partir de 1985 tranche, par sa vigueur, avec le trend plat des dix années précédentes : cette reprise, au premier degré, semble indissociablement conjoncturelle et structurelle.

Au long du demi-siècle écoulé, l'interférence paraît forte mais complexe entre les torsions progressives du trend de l'accumulation et l'intensité évolutive de ses mouvements cycliques. A la croissance cyclique de la 4^{ème} République a succédé la croissance plus lissée des présidences De Gaulle et Pompidou ⁽¹⁶⁾. Puis le premier choc pétrolier a ouvert une phase consacrant le retour du cycle dans la croissance faible.

La série de l'écart du PIB à son trend (cf graphique 4, où ce trend est une moyenne mobile arithmétique sur 25 trimestres, extrapolée en fin et début de période) manifeste également ces interférences : si, d'emblée, des cycles majeurs se détachent clairement jusqu'au début des années soixante et après 1975, ce n'est pas le cas dans la période intermédiaire, dense en fluctuations à la fois brèves et assourdies, qui risquent fort de troubler tout

(15) On a utilisé, pour cette rétrospective sur l'ensemble de l'après-guerre, une base de données trimestrielles élaborée et rétroplée de manière compatible avec l'actuelle base 1980 des comptes nationaux par une équipe de chercheurs de l'INSEE : G.Laroque, P.Ralle, B.Salanié, J.Toujas-Bernate, « Description d'une base de données trimestrielles longues (1946 : 1 à 1989 : 4) », note n° 242/G305, Direction des Etudes et Synthèses Economiques de l'INSEE, décembre 1990. Que les auteurs de ce travail soient ici remerciés pour avoir permis le libre accès à cette base de données, au demeurant régulièrement actualisée. Comme elle comporte essentiellement des séries de prix et de volume (en prix 1980), l'auteur de cet article a lui-même pratiqué des rétroprojections partielles et simples pour les ratios des comptes d'agents ou du tableau économique d'ensemble qui sont présentés dans le cours du texte. Ces rétroprojections, qui gardent un caractère artisanal et dont l'ambition est ici limitée à une première visualisation des mouvements cycliques, ne suppléent pas à une opération de rétroprojection plus systématique dont le besoin est aujourd'hui ressenti par nombre de chercheurs. Les matériaux statistiques et comptables utilisés, notamment dans le cas des comptes trimestriels en base 1956 et 1963, ont été tirés des volumes suivants : « Comptes trimestriels, méthodes statistiques et séries rétrospectives », G.Laroque, B.Le Calvez, P.Nasse, *Collections de l'INSEE*, Série C, n°40, décembre 1975 ; « Comptes nationaux trimestriels 1949-1959 », J.Bournay, G.Laroque, O.Maigne, *Collections de l'INSEE*, série C, n° 70, mars 1979 ; *Le mouvement économique en France 1949-1979*, INSEE, mai 1981.

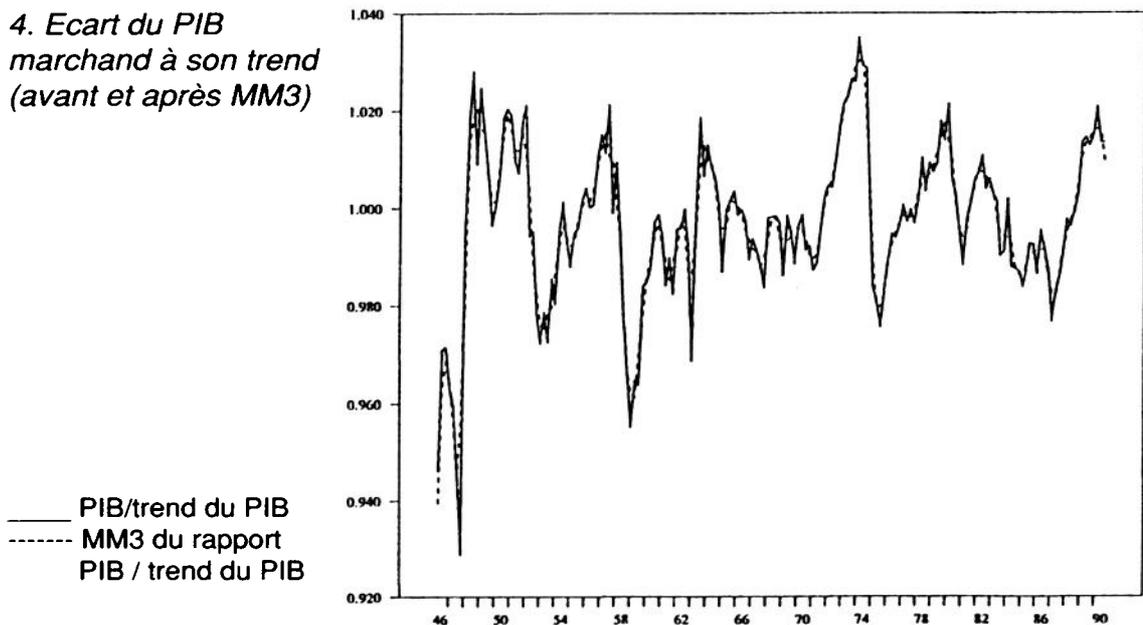
(16) Que le lecteur se garde de voir trop vite dans cette identification symbolique des phases successives un principe explicatif !



Source : Laroque et alii (1990).

repérage automatique des points de retournement par des règles normalisées. Une démarche pragmatique, contrôlant les points de retournement proposés par ce type de méthode en s'appuyant sur l'information livrée par l'histoire économique, revient à proposer une double chronologie, qui retrouve naturellement la distinction usuelle entre cycles conjoncturels majeurs et mineurs : les cycles majeurs sont ici considérés comme des cycles de durée supérieure à trois ans et d'intensité (appréciée par la distance pic-croix exprimée en points de trend) supérieure à quatre points (au moins pour l'une des deux phases d'expansion et de contraction). Les cycles mineurs rentrent dans la catégorie complémentaire mais la durée de chacune de leurs deux phases doit être supérieure à deux trimestres.

4. Ecart du PIB marchand à son trend (avant et après MM3)



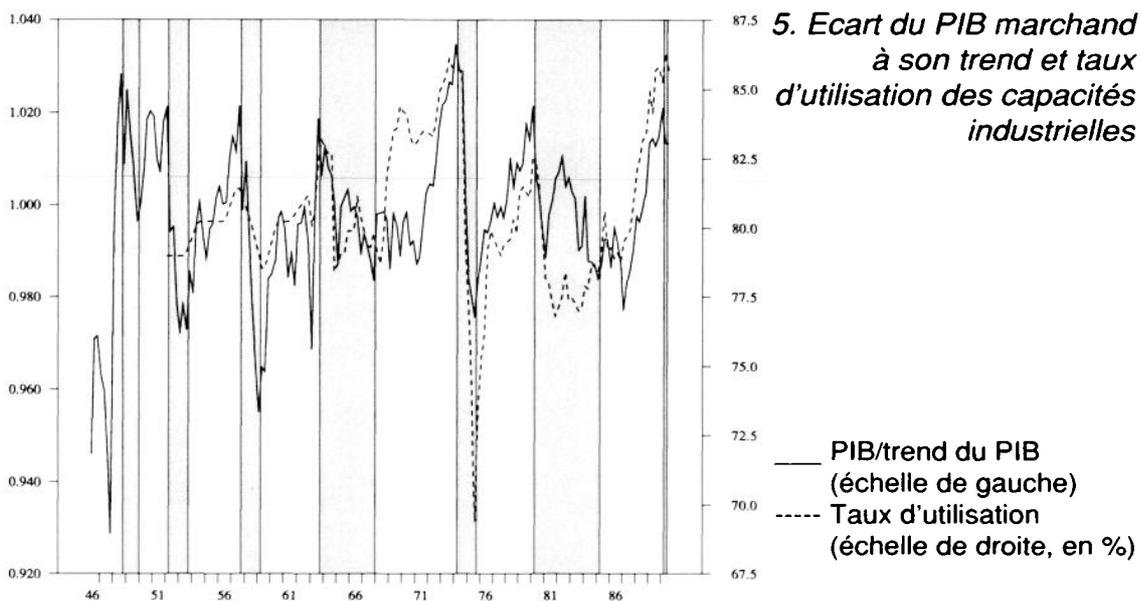
Sources : Laroque et alii (1990), calculs OFCE.

Ce principe de distinction n'évite pas tout problème pratique :

*L'emboîtement entre cycles majeurs et mineurs, un cycle majeur pouvant être partitionné en quelques cycles mineurs, crée des doutes sur l'identification des points de retournement des cycles majeurs : ainsi, si la période allant du pic du 3^{ème} trimestre 1963 au pic du premier trimestre 1974 est considéré naturellement comme un (grand) cycle majeur, le creux de ce cycle est-il situé au 4^{ème} trimestre 1967 ou au 1^{er} trimestre 1971, ces deux dates étant séparées par une suite d'oscillations de faible amplitude ? Le regard sur le déroulement des événements et les choix politiques de cette époque incitent à pencher pour la première date. Le repli international de 1970-1971 a été largement atténué en France par l'impact de la relance salariale consécutive aux événements de 1968 et par la dévaluation compétitive de 1969, qui ont impulsé une vague d'expansion spécifique à l'économie française.

*Ce problème interfère avec celui des début et fin de période, où l'estimation du trend est fragile et, pour la fin, révisable. En début de période, l'estimation du trend mériterait d'être calée sur les informations portant sur l'état du potentiel productif au sortir de la guerre, ce qui n'a pas été fait ici. Faut-il considérer le 3^{ème} trimestre 1948 ou le premier trimestre 1952 comme le sommet d'un grand cycle de reconstruction ? Dans le doute et compte tenu de la distinction historique usuelle entre l'expansion de reconstruction proprement dite et celle associée à la guerre de Corée, on a choisi de considérer ces deux dates comme étant des pics conjoncturels majeurs. A la limite, ce n'est pas déroger au principe proposé puisque, si on découpe les cycles de creux à creux, le cycle allant du premier trimestre 1946 (creux par défaut de données antérieures) au 4^{ème} trimestre 1949 est caractérisé par une phase d'expansion très ample tandis que le cycle suivant, jusqu'au creux du 3^{ème} trimestre 1953, a une phase de récession qui satisfait également au critère d'intensité retenu.

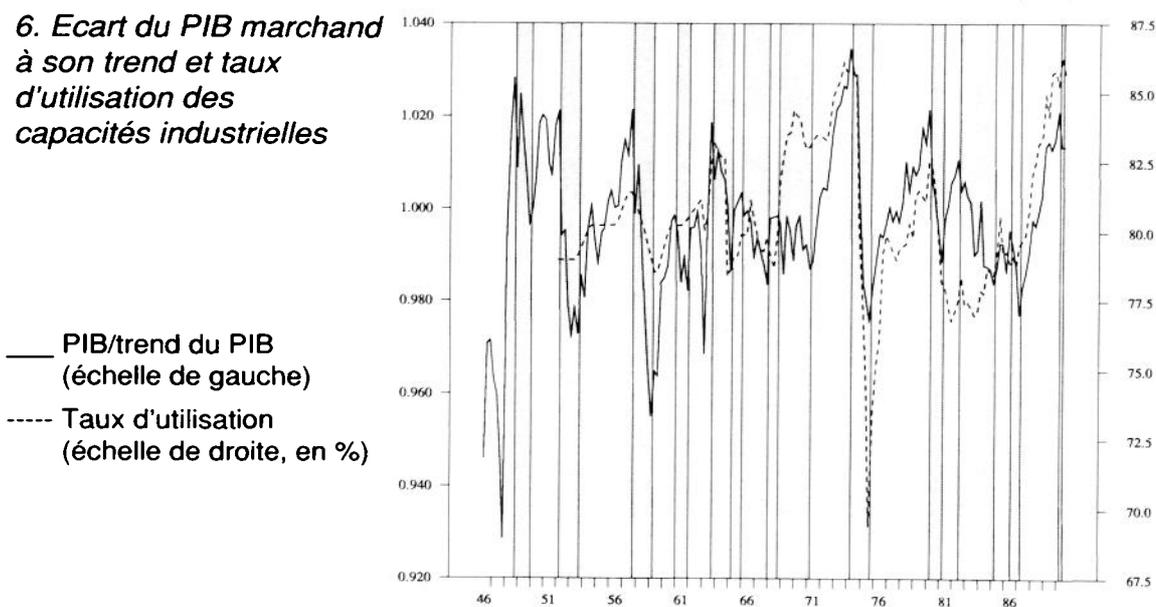
Découpage selon les cycles majeurs (récession en grisé)



Sources : Laroque et alii (1990), INSEE, calculs OFCE.

6. Ecart du PIB marchand à son trend et taux d'utilisation des capacités industrielles

Découpage selon les cycles mineurs (récession en grisé)



Sources : Laroque et alii (1990), INSEE, calculs OFCE.

En fin de période le cycle majeur qui va du pic du premier trimestre 1980 à celui du premier trimestre 1990 paraît avoir naturellement comme creux le premier trimestre 1987. A y regarder de près, la datation du creux est cependant très dépendante de l'estimation fragile du trend en fin de période, qui prend en compte la phase d'expansion allant jusqu'au début 1990 mais très incomplètement la contraction qui suit, inachevée à la fin 1990 : un redressement moins rapide du trend estimé ferait apparaître le premier trimestre 1985 comme creux du cycle majeur. C'est ce choix qui a été finalement opéré. Il est, au demeurant, plus proche de la chronologie de référence adoptée par l'OCDE et manifeste, on le verra, une plus grande cohérence avec les évolutions macroéconomiques. La période allant du creux du premier trimestre 1985 à celui du premier trimestre 1987 est donc traitée comme un cycle mineur.

Le tableau 1 et les graphiques 5 et 6 présentent le double découpage emboîté en cycles majeurs et mineurs⁽¹⁷⁾. Ce sont deux options extrêmes, qui peuvent donner lieu à des combinaisons plus nuancées (subdiviser certains cycles majeurs « trop » grands mais éliminer certains cycles « très » mineurs) : l'arbitraire de certains choix est ainsi modéré par la possibilité d'adapter le découpage retenu au problème traité ou à une vision spécifique de l'histoire économique. Le caractère extrême des deux options transparait au travers de certains traits des cycles considérés : certains cycles majeurs (3^{ème} trimestre 1963 - 1^{er} trimestre 1974 ; 1^{er} trimestre 1980 - 1^{er} trimestre

(17) Ces graphiques recourent à une représentation qui sera systématiquement utilisée par la suite : ils opposent les périodes d'expansion (creux - pic) à celles de récession (pic - creux) en associant à ces dernières des bandes verticales grisées. Le passage de l'expansion à la récession est ainsi clairement visualisé. Par convention, on a considéré que le pic appartenait à la phase d'expansion et le creux à la phase de récession. Cette représentation permet de visualiser conjointement les mouvements longs des séries considérées et leurs oscillations conjoncturelles.

1. Cycles conjoncturels majeurs et mineurs de l'économie française
(1946 - 1990)

Cycles majeurs		Cycles mineurs	
Pics	Creux	Pics	Creux
	(1946-1)		
1948-3			
	1949-4		
1952-1			
	1953-3		
1957-3			
	1959-1		
		1960-4	
			1961-4
1963-3			
			1965-1
		1965-4	
	1967-4		
		1968-3	
			1971-1
1974-1			
	1975-3		
1980-1			
			1981-1
		1982-2	
	1985-1		
		1986-2	
			1987-1
1990-1			

1990) dépassent largement la durée standard du cycle ; en revanche, si le premier de ces deux cycles est découpé en un maximum de cycles mineurs, les années soixante font apparaître un poids des phases de récession qui est paradoxal pour une période de croissance rapide, ce qui tient à la contingence de la détermination des cycles mineurs. Il reste que ces difficultés ne sauraient être réduites à leur dimension méthodologique mais qu'elles traduisent sans doute des spécificités réelles du mouvement cyclique de l'économie française. On notera enfin que la corrélation du cycle de référence du PIB avec le mouvement du taux d'utilisation des capacités de production industrielles, forte quoique imparfaite, s'impose plus naturellement lorsqu'on s'en tient au seul découpage en cycles majeurs (graphique 5).

Un mouvement de l'accumulation corrélé avec les cycles majeurs

Le guide de lecture proposé au départ est maintenant mobilisé pour ordonner la description des interactions entre épargne et investissement sur l'ensemble des cycles conjoncturels de l'après-guerre, à partir des données disponibles dans le cas français.

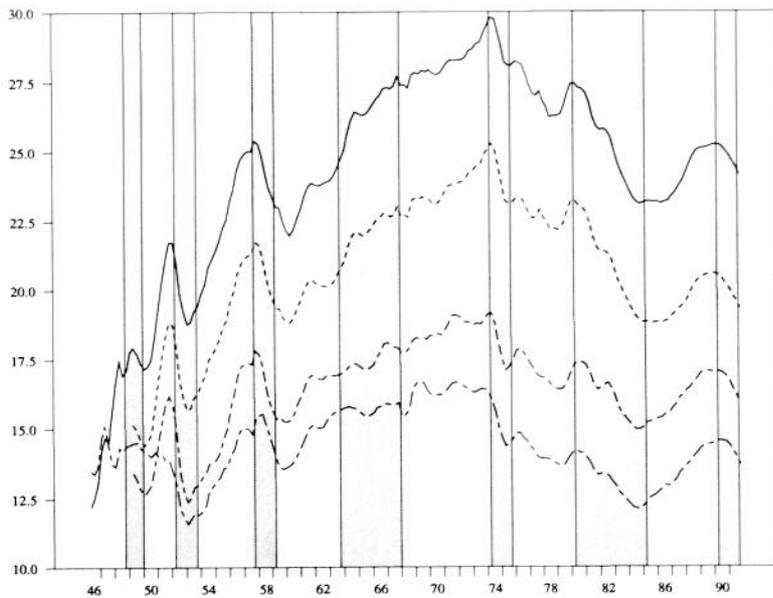
Le cycle vu du côté de l'investissement...

Les graphiques 7 et 8 croisent les évolutions de quatre séries représentatives de l'effort d'investissement avec le découpage en cycles majeurs et mineurs. Dans l'ordre de niveau décroissant, ces séries sont les suivantes : la part de la formation brute de capital fixe globale (tous agents inclus) dans le PIB marchand, en Francs courants ; la part dans ce même PIB de la FBCF des ménages et des entreprises, en Francs courants ; la part de la FBCF des entreprises (y compris entrepreneurs individuels) dans leur valeur ajoutée, en Francs courants ; enfin la part de l'investissement des entreprises dans le PIB marchand, cette fois-ci en volume, aux prix de 1980 ⁽¹⁸⁾.

Ces quatre séries présentent des évolutions dotées de fortes parentés : elles affichent un mouvement de longue période, fait d'une tendance haussière qui plafonne dès le début des années soixante-dix dans le cas des entreprises, qui se poursuit jusqu'à la veille de la récession de 1975 dans le cas des ratios incorporant l'investissement des autres agents, puis d'un déclin prononcé jusqu'au milieu de la décennie quatre-vingt. Ce déclin ramène les taux d'investissement à hauteur du niveau prévalant au tout début des années soixante, et même en-deçà dans le cas des entreprises. La reprise de la seconde moitié des années quatre-vingt est franche et rompt ce déclin, mais elle est elle-même interrompue par la contraction de 1990-1991. L'onde

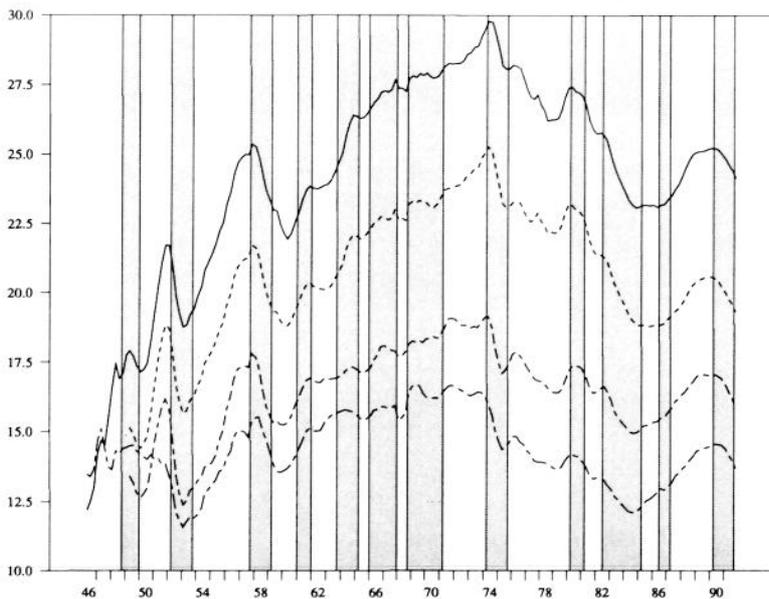
(18) Toutes ces séries ont été lissées par une moyenne mobile arithmétique sur trois trimestres, ainsi, sauf indication contraire, que les autres séries ayant trait à l'économie française et commentées dans cette partie.

Découpage selon les cycles majeurs (récession en grisé)



7. Différentes mesures du taux d'investissement en France 1946-1991

Découpage selon les cycles mineurs (récession en grisé)



8. Différentes mesures du taux d'investissement en France 1946-1991

- FBCF de la nation (en % du PIB marchand, à francs courants)
- FBCF des ménages et des entreprises (en % du PIB marchand, à francs courants)
- - - FBCF des entreprises (en % de leur valeur ajoutée, à francs courants)
- . - FBCF des entreprises (en % du PIB marchand, aux prix de 1980)

Sources : Laroque et alii (1990), INSEE, calculs OFCE.

longue d'après-guerre est ainsi visible sur les quatre séries et elle apparait d'autant plus ample que le ratio considéré est plus agrégé : les différents agents ont participé à cette onde. En regard de cette expérience d'après-guerre la reprise intervenue depuis 1985 est nettement plus sensible pour l'effort d'investissement des entreprises, qui, au sommet du dernier cycle, se retrouve à un niveau proche de celui de 1975-1976, que pour les taux d'investissement plus globaux, qui ne retrouvent que leur niveau de 1982-

1983 : faut-il y voir en particulier un déficit d'investissement public en cette phase d'amorçage éventuel d'une nouvelle phase ascendante de longue période ?

Si on s'en tient au découpage en cycles majeurs (graphique 7), les mouvements conjoncturels des taux d'investissement ne sont pas d'allure stable au fur et à mesure que l'onde longue se déroule et cette interférence fait apparaître trois phases successives :

* Durant la période de reconstruction et les années cinquante, le caractère cyclique de l'effort d'investissement est affirmé et la corrélation avec le cycle de l'activité est étroite : cet effort diminue durant la récession et redémarre avec l'expansion.

* Ce mouvement cyclique de l'effort d'investissement devient très atténué durant les années soixante : la contraction conjoncturelle qui recouvre les années 1965 à 1967 n'interrompt pas la progression tendancielle de l'effort d'investissement global, qui ne fait que ralentir, tandis que l'effort d'investissement des entreprises, pour sa part, stagne à un niveau élevé. La phase d'expansion qui suit ne connaît une accélération de l'effort d'investissement que lorsqu'elle approche de son terme, en 1972-1973, et cette accélération ne concerne guère les entreprises. Le lissage des cycles conjoncturels d'investissement est caractéristique de cette phase intermédiaire de l'onde longue.

* Les taux d'investissement retrouvent une évolution cyclique à partir de 1975, mais autour d'un trend baissier qui s'impose au moins jusqu'en 1985 : la baisse est freinée en période d'expansion, accélérée en période de récession. De 1985 à 1991 se dessine un cycle particulièrement net, encore inachevé à la fin 1991, autour d'un trend qui a sans doute fini de baisser et qui est peut-être de nouveau ascendant. En tout cas le « retour du cycle » semble conforté par cette évolution récente.

Lorsque le cycle conjoncturel de l'effort d'investissement fait preuve d'une existence tangible, la pertinence de sa corrélation avec le découpage en cycles conjoncturels majeurs de l'activité économique est manifeste. Cette corrélation doit être correctement interprétée. En général, le taux d'investissement progresse (ou ralentit son déclin tendanciel) jusqu'au terme inclus de la période d'expansion et accélère parfois au cours des derniers trimestres de cette période (voir les années 1973 et 1979). C'est dire que l'investissement contribue positivement à l'expansion tant que celle-ci n'est pas terminée et que son retournement propre est éventuellement conjoint au retournement récessif mais n'en est généralement pas un facteur avancé. La responsabilité de l'investissement dans le retournement récessif n'est pas tant attribuable au rôle qu'il joue comme composante de la demande qu'à l'ensemble des tensions réelles et financières provoquées par la progression de l'effort d'investissement et à leur impact sur les autres composantes de la demande⁽¹⁹⁾. Mais, dès le retournement intervenu, le repli de l'effort d'investissement amplifie la récession et contribue à son entretien. La corrélation du redémarrage de l'effort d'investissement avec la reprise est moins nette : ce

(19) Cette interprétation rejoint les constats et les schémas d'analyse proposés par d'autres articles de la revue (J.Adda, P.Sigogne : « Eléments pour une approche endogène des retournements conjoncturels » ; M.Fouet : « Eléments de comparaison internationale »).

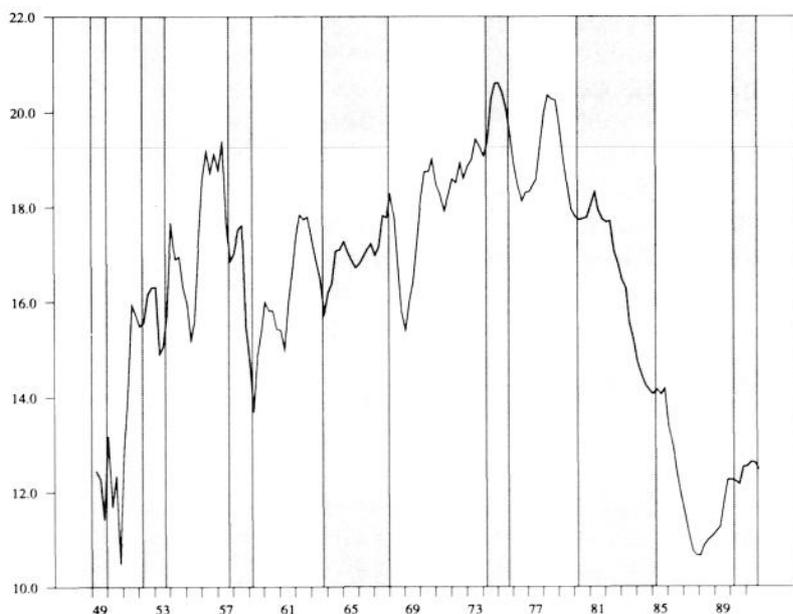
redémarrage anticipe parfois quelque peu la reprise (cf les années 1953, 1984) mais il peut être aussi retardé (1959).

Le découpage en cycles conjoncturels mineurs paraît moins pertinent pour analyser le mouvement cyclique de l'effort d'investissement (graphique 8) : ce n'est pas surprenant puisque ces cycles mineurs, parfois douteux, se manifestent notamment au cours des années soixante et que c'est la période où la continuité de cet effort paraît échapper aux déterminismes du cycle conjoncturel. Les cycles mineurs sont de durée suffisamment faible pour que les délais d'ajustement de l'investissement, qui peuvent être d'un ordre de grandeur comparable, perturbent la visibilité de l'éventuelle corrélation entre l'effort d'investissement et le découpage en cycles mineurs : par exemple, avec prudence, on peut rapprocher l'arrêt de la progression de l'effort d'investissement en 1962 de la courte mais nette récession de l'année 1961 ; on peut aussi rapprocher la stabilisation de l'effort d'investissement à la fin 1981 et au début 1982 de l'expansion vite avortée qui s'est amorcée au début de 1981.

Il reste que le découpage en cycles majeurs voit sa pertinence confortée par la visibilité de sa corrélation avec les mouvements conjoncturels de l'accumulation productive. C'est au sein de ce découpage que se situera désormais principalement l'analyse : le cycle majeur est fondamentalement un cycle d'investissement.

...et de celui de l'épargne : excès d'investissement sur l'épargne au sommet du cycle

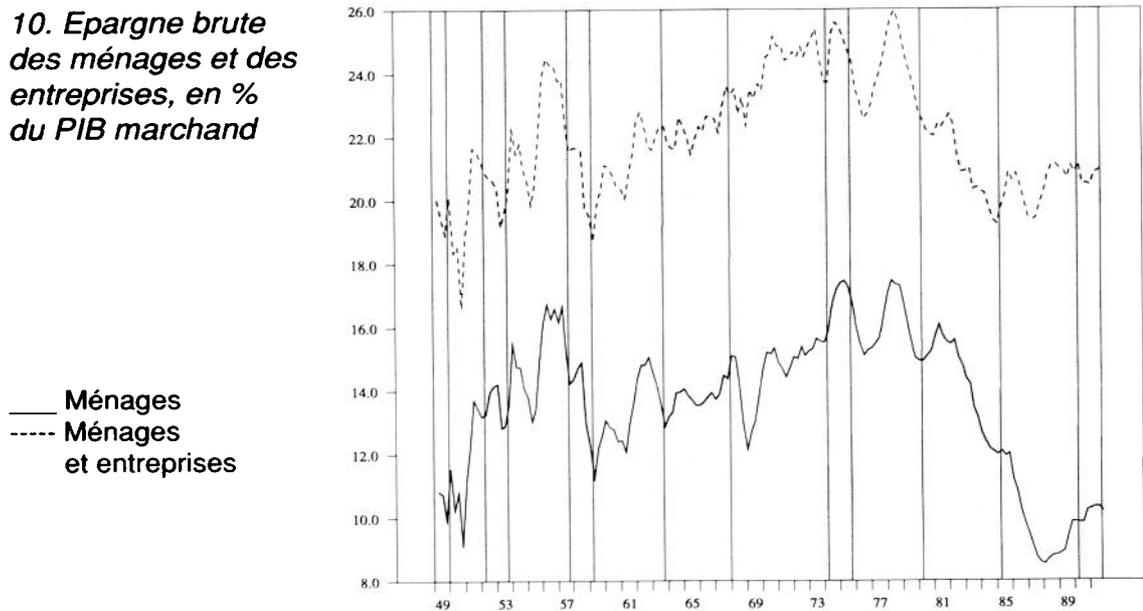
Les graphiques 9 et 10 présentent sur longue période (1946-1991) des séries représentatives de l'épargne des ménages et des entreprises : le graphique 9 présente le taux d'épargne des ménages, rapport de leur



9. Taux d'épargne des ménages, en % de leur revenu disponible brut

Sources : INSEE, calculs OFCE.

10. Epargne brute des ménages et des entreprises, en % du PIB marchand



Sources : INSEE, calculs OFCE.

épargne brute au revenu disponible brut ; le graphique 10 la part, dans le PIB marchand en valeur, de l'épargne des ménages et de la somme de cette épargne et de celle des entreprises ⁽²⁰⁾. Il s'agit d'indicateurs partiels de l'épargne nationale, qui ne peuvent être directement confrontés aux indicateurs les plus agrégés de taux d'investissement précédemment présentés.

Le mouvement en onde longue, sur l'ensemble de l'après-guerre, est bien retrouvé sur ces séries représentatives de l'effort d'épargne privé ⁽²¹⁾. Le sommet de l'onde longue est cependant décalé : l'épargne privée brute, en proportion du PIB, reste à un niveau élevé, malgré d'amples fluctuations, jusqu'à la veille du second choc pétrolier.

Les mouvements conjoncturels de l'épargne privée sont entachés d'irrégularités fréquentes, qui peuvent refléter la complexité d'enchaînements conjoncturels de nature locale et contingente. L'épargne des ménages et celle des entreprises sont des « soldes sensibles » aux chocs, petits et grands, de tous ordres, qui peuvent intervenir et à la particularité des anticipations des agents à un moment donné. Si on tient compte de cette contingence, le mouvement conjoncturel de l'épargne apparaît compatible avec le schéma analytique élémentaire proposé au départ :

* L'épargne des ménages est le plus souvent à un bas niveau au sortir de la récession : soit la baisse du taux d'épargne des ménages en cours de récession contribue directement à la reprise en consolidant la demande de

(20) Il s'agit dans les deux cas de l'épargne brute au sens de la comptabilité nationale. L'épargne des entrepreneurs individuels est une composante de celle des ménages ; l'épargne des entreprises correspond donc à l'autofinancement dont disposent les sociétés et quasi-sociétés non financières.

(21) A l'épargne des institutions financières et des administrations privées près.

consommation reçue par les entreprises (cf les reprises de 1959, 1976, 1985) ; soit, si ce taux d'épargne est encore élevé en fin de récession, il tombe à un bas niveau une fois que l'expansion est bien engagée et concourt ainsi à sa consolidation par un soutien plus assuré de la consommation (cf les périodes suivantes de « post-reprise » : fin 1950 ; 1955 ; 1969). Mais le lien entre la reprise et le rétablissement de la confiance des ménages, qui les incite à consommer, reste contingent et peut être affecté par de multiples facteurs : cette confiance peut suivre ou anticiper la reprise.

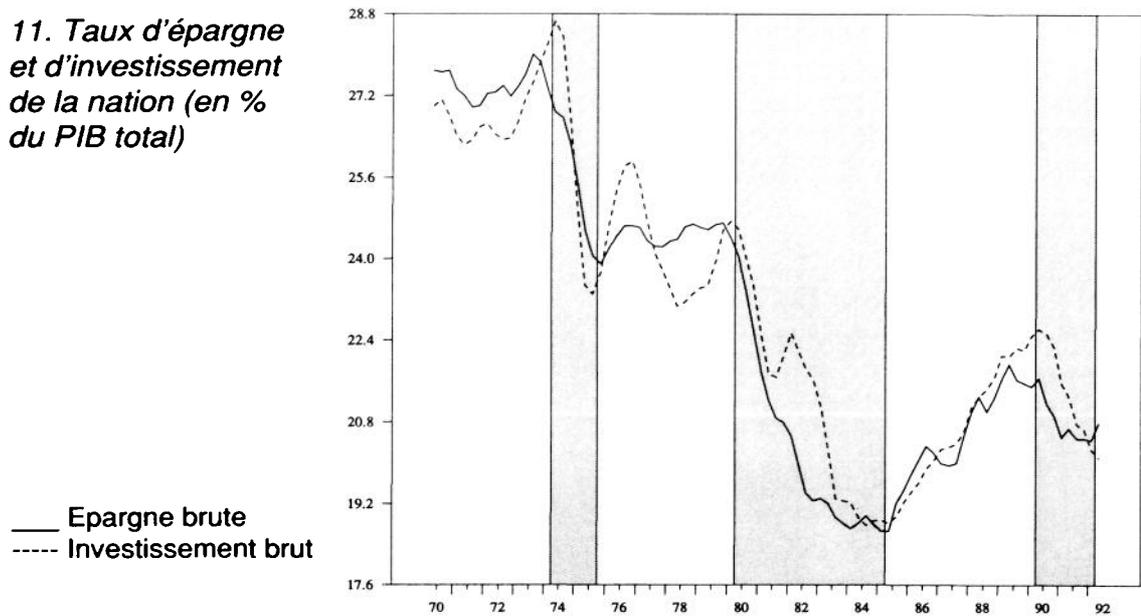
*Lorsque l'expansion parvient à sa maturité, le taux d'épargne des ménages augmente comme attendu, bénéficiant des gains cumulés de pouvoir d'achat, et atteint des niveaux conjoncturellement élevés (1951 ; 1956-1957 ; 1962 ; 1978 ; 1989). Un tel niveau peut subsister pendant un temps au lendemain du retournement récessif si le comportement de précaution prend le relais de l'effet d'enrichissement. Ce comportement joua de manière particulièrement accentuée en 1975, où il révéla les craintes devant le gonflement du chômage et contribua à accentuer la violence de la récession en déprimant la demande de consommation ; à l'opposé, en 1979, la baisse du taux d'épargne, facilitée par une offre active de crédit à la consommation de la part des banques, a contribué à différer la récession consécutive au second choc pétrolier.

*Le taux d'épargne privée de la nation (épargne des ménages et des entreprises en proportion du PIB) affiche des mouvements courts et longs fortement corrélés à ceux de la seule composante relative aux ménages, même s'il peut en amortir les fluctuations, en raison des transferts de revenu sous-jacents entre ménages et entreprises. En particulier le taux d'épargne privée baisse moins et moins longtemps entre 1979 et 1987 que la seule part de l'épargne des ménages dans le PIB. Sur un plan plus strictement conjoncturel, l'épargne privée ne souffre pas en 1969 du repli de l'épargne des ménages car l'autofinancement des entreprises bénéficie fortement, durant cette phase de reprise, du dynamisme de la consommation des ménages. Mais cette compensation est loin d'être toujours aussi nette.

Sur la période commençant en 1970, couverte de manière homogène par la base 1980 des comptes nationaux trimestriels, il est possible de rapprocher de manière rigoureuse et synthétique les taux d'épargne et d'investissement de la nation, qui cumulent respectivement les épargnes et les investissements des différents agents internes (graphique 11). La corrélation entre le mouvement conjoncturel, largement commun, de ces deux taux et le découpage cyclique est limpide : dans une économie moyenne soumise à contrainte extérieure, comme l'économie française sur cette période, les taux d'épargne et d'investissement nationaux ne sont pas exogènes au cycle mais reflètent son déroulement et entretiennent entre eux une relation qui ne se relâche que lors des brefs moments de dérapage puis de correction du besoin de financement de la nation ⁽²²⁾. Ainsi, au sommet du cycle (cf 1973-1974 ; 1979-1980 ; 1989-1990), le taux d'investissement se retourne à la baisse quelques trimestres après le taux d'épargne national : l'excès d'investissement sur l'épargne se creuse en fin d'expansion et vulnérabilise l'économie nationale, la rendant alors plus sensible aux éventuelles tensions

(22) Afin de visualiser l'évolution de la capacité de financement de la Nation en proportion du Pib comme l'exacte différence entre les deux séries d'épargne et d'investissement du graphique 11, le taux d'investissement national prend en compte ici le solde des transferts en capital avec l'étranger (opération R70 des comptes nationaux).

11. Taux d'épargne et d'investissement de la nation (en % du PIB total)



Sources : INSEE, calculs OFCE.

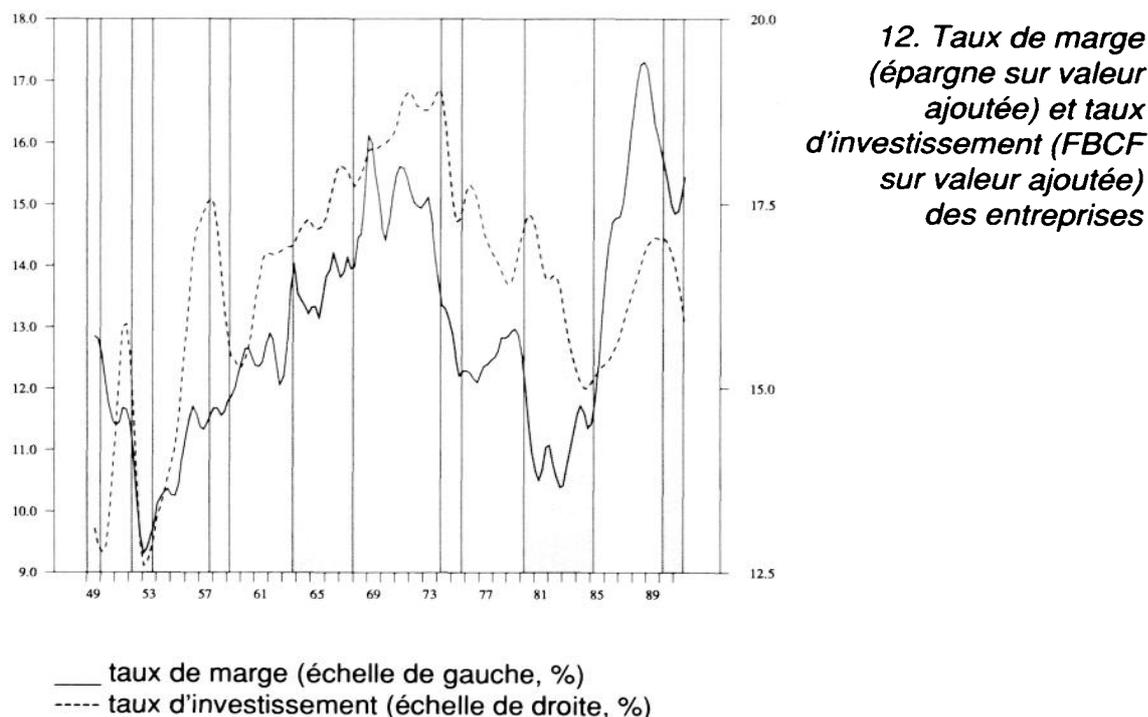
financières internationales. Le mouvement conjoncturel du taux d'investissement national est aussi plus nerveux que celui du taux d'épargne nationale et il enregistre des « mini-cycles » qui n'apparaissent guère sur le taux d'épargne et qui peuvent être corrélés aux cycles mineurs du PIB : c'est nettement le cas par exemple en 1981-1982, avec la relance Mauroy puis sa mise en échec. Le « mini-cycle » est ambigu parce que la reprise qui l'inaugure, vulnérable, tourne court rapidement, en raison de la contrainte extérieure.

Le cycle, l'autofinancement et l'endettement des entreprises : une configuration variable selon le moment de l'onde longue de l'après-guerre

Une responsabilité spécifique dans le retournement récessif paraît ainsi attribuable aux tensions macroéconomiques provoquées par l'ampleur de l'effort d'investissement au cours de la phase de surchauffe. Il importe de localiser plus précisément ces tensions et d'explicitier en particulier la nature des contraintes qu'elles peuvent exercer sur les entreprises.

Le graphique 12 compare le mouvement du taux de marge des entreprises (rapport de leur épargne brute à leur valeur ajoutée) et celui de leur taux d'investissement (FBCF rapportée à la valeur ajoutée, en Francs courants) ⁽²³⁾. Les deux ratios connaissent des évolutions corrélées, sur courte

(23) Les ratios correspondant aux entreprises, plus irréguliers, ont été mis en moyenne mobile sur cinq trimestres selon une moyenne mobile semi-arithmétique (de coefficients 0.125 ; 0.25 ; 0.25 ; 0.25 ; 0.125). Les entreprises recouvrent ici les SQS et les entrepreneurs individuels.



Sources : INSEE, calculs OFCE.

comme sur longue période : l'expansion est évidemment plus favorable à la tenue des deux ratios que la récession et l'évolution historique du taux de marge obéit également au profil en onde longue, avec une période intermédiaire (les années soixante) où les oppositions entre les deux phases du cycle conjoncturel sont amoindries. Les différences entre les évolutions de chaque ratio sont cependant de deux ordres :

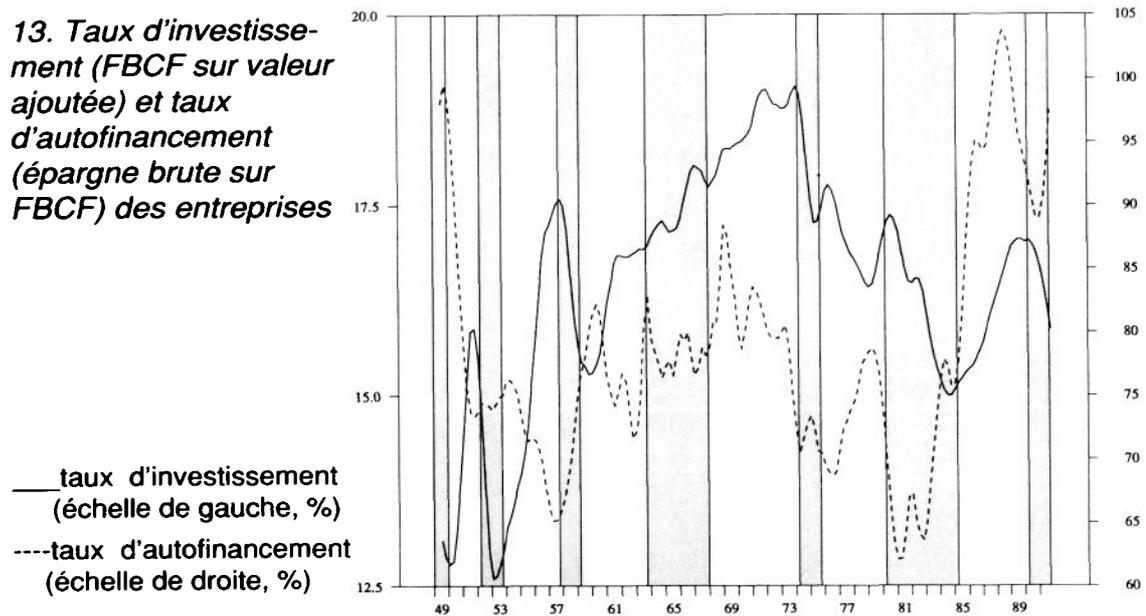
*Des désynchronisations significatives se manifestent : le taux de marge s'améliore fréquemment bien avant la fin de la récession (cf les années 1953 ; 1958-1959 ; 1983-1984) alors que le redressement du taux d'investissement peut être plus tardif. Cette avance du retournement du taux de marge se retrouve aussi dans certaines phases d'expansion (cf les années 1956-1957 ; 1971-1973 ; 1988-1989 pour les cas les plus nets).

*Les amplitudes comparées des mouvements des deux ratios peuvent les différencier sensiblement. Dans les années cinquante, le taux d'investissement est nettement plus variable. En revanche, le redressement des années quatre-vingt est plus spectaculaire pour le taux de marge, qui atteint en 1988 un maximum historique, que pour le taux d'investissement.

Le mouvement du taux d'autofinancement, qui indique le taux de couverture de l'investissement par l'autofinancement et qui est donc le rapport des deux ratios précédents, synthétise ces différences. Le graphique 13 rapproche son mouvement de celui du taux d'investissement. Il montre que le rapport des conditions d'autofinancement avec le cycle conjoint de l'activité et de l'investissement est variable au cours de l'après-guerre et dépend de la phase considérée de l'onde longue :

*Au cours de la phase initiale (reconstruction et années cinquante), le taux d'autofinancement se détériore assez rapidement en cours d'expansion et se redresse dans et par la récession : son sommet (fin 1949 ; 1954 ; 1960) accompagne ou suit d'assez près la reprise. La forte élasticité de l'effort

13. Taux d'investissement (FBCF sur valeur ajoutée) et taux d'autofinancement (épargne brute sur FBCF) des entreprises



Sources : INSEE, calculs OFCE.

d'investissement à l'expansion fait que les entreprises recourent assez vite aux ressources externes pour financer cet effort.

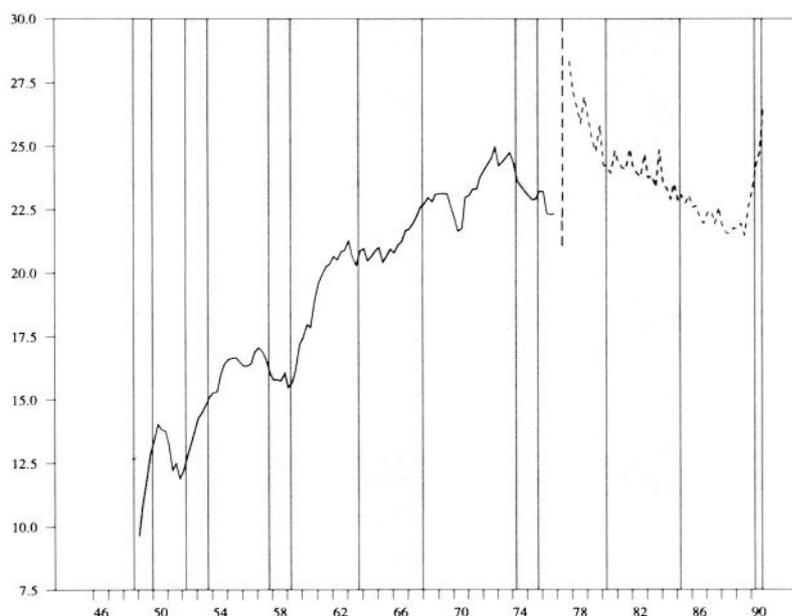
* Dans la phase intermédiaire correspondant au grand cycle majeur allant de 1963 à 1974, ce « modèle » du cycle s'atténue, sans cependant disparaître complètement. Les conditions d'autofinancement sont assez stables sur toute cette période, du moins jusqu'en 1973. Durant l'expansion allant de 1968 à 1974, le taux d'autofinancement atteint néanmoins son maximum dès 1969.

* La troisième phase manifeste un comportement sensiblement différent du ratio d'autofinancement : les entreprises mettent à profit l'expansion pour reconstituer leur taux d'autofinancement, en tirant un meilleur parti des gains de productivité inhérents à l'expansion par un contrôle plus serré de leurs dépenses d'investissement. Le point haut du taux d'autofinancement intervient dans la maturité de l'expansion (1978-1979 ; 1988) plutôt qu'à son début : ce comportement a sans doute favorisé l'obtention de très forts taux d'autofinancement, qui avoisinent désormais structurellement les 100 %.

Au cours des années cinquante, les entreprises substituaient rapidement l'endettement à l'autofinancement dans le cours de l'expansion afin de financer un effort d'investissement plus élastique que leurs ressources financières internes : le système financier était permissif à cet égard, tant du moins que l'encadrement du crédit ne devenait pas une contrainte effective. Depuis quinze ans et surtout dans les années quatre-vingt, ce comportement s'est sensiblement modifié : les entreprises ont pris en compte la « rareté » nouvelle des ressources financières externes, qu'exprime la rigidité des taux d'intérêt réels à un niveau élevé, et entendent gérer l'expansion de l'investissement en gardant le contrôle de son financement. Lorsque le taux d'autofinancement finit néanmoins par se détériorer, dans la phase finale de surchauffe, la fin de l'expansion est proche car la contrainte financière joue alors rapidement sur les entreprises.

Ces changements de la configuration cyclique transparaisent également lorsqu'on considère le ratio qui est le complémentaire, dans l'analyse du bilan économique des entreprises, du taux d'autofinancement dans l'analyse de leurs comptes de flux : le graphique 14 présente l'évolution du ratio qui rapporte l'endettement bancaire des entreprises à une estimation de leur capital fixe productif net au coût de renouvellement (ou taux d'endettement) ⁽²⁴⁾. Du milieu des années cinquante à celui des années soixante-dix, ce taux d'endettement augmente avec l'expansion et stagne ou se replie dans la récession mais son mouvement est avancé par rapport au cycle du PIB. La reprise puis l'expansion sont soutenues par la substitution du crédit à l'autofinancement et le tassement de cette substitution annonce le terme de l'expansion. A partir du premier choc pétrolier et surtout du second, une dynamique conjoncturelle sensiblement différente s'affirme : les entreprises utilisent l'expansion pour se désendetter et ont plus de difficultés à le faire durant la récession. Si ce désendetterment a malgré tout continué au ralenti durant la récession 1980-1984, son interruption à partir de 1988 a

14. Taux d'endettement des entreprises, en % du capital productif net aux prix de renouvellement



Sources : INSEE, Laroque et alii (1990), Banque de France, calculs OFCE.

(24) Il n'a pas été possible pour cette étude de constituer une série homogène du taux d'endettement sur l'ensemble de l'après-guerre : une rupture statistique apparaît donc en 1977 et doit rendre particulièrement prudente la lecture de cet indicateur provisoire. Le stock de capital net a été tiré de la base de séries trimestrielles longues constituée par G.Laroque et alii, qui l'ont obtenu par simple cumul, à partir d'un stock de capital initial indépendamment estimé, des flux d'investissement successifs en leur appliquant un taux d'amortissement constant de 4% par an. Il ne tient donc pas compte de probables variations de l'obsolescence. Ce stock a été valorisé par le prix de la FBCF. Jusqu'en 1976, l'endettement est constitué des encours de crédits à court terme, de crédits à moyen terme mobilisables et de crédits à moyen et long terme non mobilisables (hors les crédits octroyés par la Caisse des Dépôts et Consignations, les Sociétés de Développement Régional et la Caisse Nationale de Crédit Agricole) contractés par les entreprises : ces séries trimestrielles, corrigées des variations saisonnières, sont présentées dans le volume cité des Comptes trimestriels 1949-1959. Depuis 1977, on a utilisé les Tableaux d'Opérations Financières trimestriels publiés par la Banque de France : on a retenu la série paraissant la plus proche de la série 1946-1976, à savoir l'encours net (net y compris du crédit inter-entreprises) de crédits à court, moyen et long terme (opérations F60 et F70) qui apparaissent au passif des SQS.

joué dans le retournement conjoncturel de 1990 et dans la difficulté à sortir de la récession consécutive.

Ces modifications du comportement cyclique sont compatibles avec le schéma d'analyse générique proposé au départ. Le cycle de la situation de trésorerie des entreprises est avancé par rapport au cycle de référence du PIB mais les entreprises gèrent cette situation selon des modalités sensiblement différentes selon la phase de l'onde longue : l'économie d'endettement administrée des années cinquante et soixante permettait une substitution aisée de l'endettement à l'autofinancement, sauf intervention contraignante de l'encadrement du crédit, et le taux d'autofinancement n'était pas alors un bon indicateur de la situation de trésorerie. C'était un indicateur « trop » avancé du cycle conjoncturel. Par contre, lorsqu'en raison d'un ensemble de mutations la gestion du stock d'endettement accumulé devient plus contraignante, le taux d'autofinancement devient un indicateur plus pertinent des tensions de trésorerie et sa corrélation avec le cycle conjoncturel se resserre.

Intensité, efficacité et profitabilité des efforts d'investissement au cœur de l'interaction entre cycles courts et longs

La différenciation des trajectoires des taux d'épargne nationaux, ainsi que leur confrontation aux taux d'investissement, ne constituent qu'une première approche, trop comptable encore, de la localisation des tensions éventuelles entre la capacité d'épargne et les besoins d'investissement : épargne et investissement sont eux-mêmes le produit de déterminants relevant notamment de l'évolution des combinaisons productives et du fonctionnement du marché du travail.

L'épargne mondiale : entre des besoins d'investissements coûteux et un emploi rentable limité

Allocation de l'épargne mondiale, intensités capitalistiques comparées et interdépendance des politiques économiques

Dans l'après-guerre, au cours des décennies cinquante et soixante, les croissances nationales rendues interdépendantes par le développement des échanges commerciaux se sont appuyées prioritairement sur les efforts d'épargne nationaux. Cette épargne nationale était anticipée par un système de crédit suffisamment performant et réalisée au travers de gains de productivité substantiels incorporés aux investissements ainsi financés à crédit. Le ralentissement des gains de productivité globale dans les grands

pays industrialisés, qui s'est dessiné à partir de la seconde moitié des années soixante, a coïncidé avec le développement des marchés financiers et de l'intermédiation financière à l'échelle internationale. La gestion de l'épargne s'est internationalisée au moment même où le dynamisme productiviste créateur de « surplus » générateurs d'épargne dans les grands pays industrialisés s'amenuisait sérieusement : les enjeux de localisation et de répartition de l'épargne mondiale s'en sont trouvés aiguïsés⁽²⁵⁾. L'histoire de la globalisation financière internationale, depuis plus de vingt ans, pourrait être lue comme une succession de configurations de cette tension fondamentale, caractérisées par une géographie à chaque fois spécifique des flux de financement internationaux⁽²⁶⁾. Les USA ont tenu, durant les années cinquante et soixante, un rôle de créancier structurel à l'échelle internationale. Entre les deux chocs pétroliers, le relais a été pris, de manière cependant fragile et instable, par l'OPEP, le système financier occidental jouant un rôle essentiel d'intermédiation pour organiser le recyclage des pétrodollars. Dans les années quatre-vingt, les transferts financiers se sont renversés du Sud vers le Nord, tandis que les USA captaient l'épargne disponible dans d'autres zones développées.

L'intégration financière internationale de la décennie quatre-vingt reste imparfaite : si la globalisation des marchés obligataires a largement avancé, les épargnants conservent une préférence nationale marquée, comme le montrent, structurellement, la diversification internationale encore limitée du portefeuille des investisseurs institutionnels⁽²⁷⁾ et, conjoncturellement, le repli des épargnants allemands et japonais, pour des raisons différentes, sur les actifs nationaux au début des années quatre-vingt-dix. Symétriquement, ce sont les pays à tendance déficitaire, comme la France, qui ont le plus multiplié les innovations financières pour décloisonner leur marché financier national et attirer l'épargne étrangère. En conséquence la localisation de l'épargne continue à jouer dans la formation des taux d'intérêt longs : si on peut repérer une tendance à l'unification des taux nationaux, elle reste partielle et de fortes disparités de taux d'intérêt réels se maintiennent. Les marchés nationaux de fonds prêtables restent pour partie cloisonnés.

A croissance donnée, les besoins d'investissement nationaux dépendent du coefficient de capital s'appliquant aux activités en développement et du prix spécifique de l'investissement (relativement à celui du PIB). L'alourdissement du coefficient de capital en volume est largement répandu au cours des années quatre-vingt, plus important cependant au Japon qu'en France et en RFA et surtout qu'aux USA⁽²⁸⁾. De plus l'abaissement du prix relatif de

(25) Cf sur ces points, P. Sigogne, « L'épargne mondiale, tendance et provenance », *Chroniques d'actualité de la SEDEIS*, 1991.

(26) Pour une chronique rétrospective de ces phases, voir M. Aglietta, A. Brender, V. Coudert, *Globalisation financière internationale : l'aventure obligée*, Economica, 1990.

(27) cf le rapport *Epargner, investir, croître* du groupe « Allocation internationale de l'épargne » présidé par P. Artus, Commissariat Général au Plan, juin 1991. Parmi les investisseurs institutionnels des grands pays, les britanniques et les japonais sont les plus extravertis avec, respectivement 23,4 % et 21,2% d'actifs étrangers dans leur portefeuille global en 1988. Les USA (7,3%), l'Allemagne (1% !), la France (6%) restaient alors bien en-deçà.

(28) On fait référence ici aux données présentées dans le rapport déjà cité *Economie mondiale 1990-2000 l'impératif de croissance*.

l'investissement fait plus que compenser depuis 1982 cet alourdissement dans le cas des USA. Le niveau requis de taux d'investissement, pour satisfaire la croissance observée, apparaît ainsi accru, en 1988 et en proportion du PIB, de 9 points au Japon, de près de 5 points en RFA, de 3 points en France, d'à peine 1 point aux USA par rapport à une situation où le coefficient de capital serait resté stable à son niveau de 1980. Si les USA sont éventuellement coupables de manque d'épargne, leurs partenaires le sont alors peut-être par excès d'investissement. Le déplacement d'épargne de la RFA et du Japon vers les USA, se manifestant « ex post » par les durables déséquilibres réciproques des paiements courants de ces trois pays durant les années quatre-vingt, peut dans ce cas être soupçonné d'avoir été créateur de tensions : le transfert s'est greffé sur une situation où les pays créanciers étaient confrontés eux-mêmes à des besoins alourdis d'investissement. La réunification allemande et l'engagement allemand à l'Est de l'Europe auraient encore fondamentalement tendu cette situation, malgré la détente conjoncturelle apportée par la récession du début des années quatre-vingt-dix. Les besoins de reconstruction et d'insertion internationale des pays de l'Est, lesquels sont dotés de systèmes financiers encore rudimentaires et ont une capacité d'épargne interne restreinte par l'ampleur de leur actuelle récession, sollicitent en effet fortement l'épargne étrangère et l'Allemagne est aujourd'hui en première ligne pour répondre à ces besoins. Gourmandise en capital des pays riches, accès nécessaire et difficile des pays du Sud et de l'Est aux financements internationaux : ces deux données concourent à alimenter l'angoisse de la pénurie d'épargne à l'échelle internationale.

Dans ce contexte, une économie moyenne comme l'économie française, disposant d'une monnaie dont le rôle est secondaire et évoluant au voisinage de sa contrainte extérieure, est confrontée à une double contrainte de taux d'intérêt : les taux courts qu'elle pratique sont fonction de la contrainte de change imposée par l'asymétrie qui caractérise de fait le système monétaire européen et qui donne un rôle directeur à la politique monétaire allemande ; les taux longs sont plus sensibles aux tensions sur les marchés internationaux de capitaux car l'intégration financière internationale favorise une substituabilité entre titres longs libellés en différentes devises qui peut être aussi importante que la substituabilité entre titres longs et courts en une même devise. Les taux d'intérêt français se heurtent à un double plancher allemand et « américain » (en prenant grossièrement les taux longs américains comme représentatifs de l'état du marché international des capitaux). La gestion de la contrainte extérieure française — contenir et couvrir un besoin de financement « ex ante » suscité, en l'absence de décalage conjoncturel avec les principaux partenaires, par une fragilité commerciale et par de fortes exportations de capitaux durant les années quatre-vingt — est passée par l'acceptation de ce double butoir.

La politique de désinflation compétitive a eu pour ambition d'opérer un desserrement progressif mais fondamental de cette contrainte extérieure et de concourir ainsi à la consolidation de la crédibilité financière française. Progressivement, cette politique ne fut cependant pas la seule en son genre en Europe et ces politiques cousines de désinflation compétitive se sont fait concurrence. Elles ont fait effort pour ne pas décevoir la crédibilité nationale durement conquise ou seulement encore entrevue, ce qui les a incitées à

bousculer les rigidités nationales et à garantir la faiblesse de l'inflation par l'acceptation d'un sous-emploi durable ⁽²⁹⁾. La combinaison du processus d'unification monétaire européenne avec la poursuite de ces politiques jouerait plutôt comme un facteur de synchronisation des cycles entre pays candidats à l'union, en raison du mimétisme des politiques économiques, lequel peut être le contraire d'une bonne coordination : il est facteur de sous-emploi durable dans les pays européens sujets à contrainte extérieure et peut accentuer, par synchronisation, leurs fluctuations cycliques. La logique de convergence retenue par le traité de Maastricht ne dément pas cette supputation. A cette hypothèse, on pourrait cependant opposer l'idée que la création d'une zone de plus étroite solidarité régionale, en permettant une meilleure mobilisation et allocation de l'épargne disponible au sein de la zone, pourrait accroître les degrés de liberté nationaux. Une telle évolution supposerait de sensibles changements dans la coordination des politiques économiques ⁽³⁰⁾. Le débat, pleinement ouvert par la crise monétaire de septembre 1992, incite en tout cas à revenir sur les rapports du déficit d'épargne avec le sous-emploi.

Pénurie d'épargne ou proximité de la frontière de « plein emploi rentable » ?

Les auteurs ⁽³¹⁾ qui adoptent une optique keynésienne standard ne retiennent pas la thèse d'une pénurie d'épargne qui se serait imposée comme une donnée permanente et qui continuerait à peser sur l'ensemble de la décennie quatre-vingt-dix : dans une situation où beaucoup de pays restent caractérisés à moyen terme par un chômage persistant, le problème ne serait pas à strictement parler celui d'une pénurie d'épargne puisque la mobilisation, grâce en particulier à une orientation adéquate des crédits, des ressources humaines oisives, même si leur productivité spécifique est limitée, accroîtrait le flux d'épargne disponible. La pénurie d'épargne ne pourrait strictement caractériser que les phases conjoncturelles de surchauffe (1972-1973, 1978-1979, 1988-1989) qui se manifestent par un excès de demande sur les capacités de production disponibles : dans ce cas de figure, qui correspond au dépassement des limites de la croissance potentielle, l'investissement devient supérieur à l'épargne générée par le revenu de plein emploi et cette tension se résoud différemment selon le degré d'accommodation de la politique monétaire.

(29) Sur ces points, voir les deux notes de P. Artus : « Union monétaire : quelles contraintes vont subir les pays ou les régions moins avancées d'Europe ? », *Document de travail n° 1991-16/E*, SEEF, CDC, décembre 1991 ; « Perspective d'Union monétaire en Europe et structure par terme des taux d'intérêt », *Document de travail n° 1992-06/T*, SEEF, CDC, mars 1992.

(30) Jacques Delors évoque ces problèmes lorsqu'il déclare (interview dans *Haute Finance*, mars-juin 1992) : « ...l'UEM doit aller plus loin grâce à la coordination des politiques économiques. Ce qui posera d'ailleurs des problèmes difficiles. Par exemple, faut-il qu'entre les pays concernés on recherche des cycles économiques qui coïncident ou, au contraire, des cycles qui alternent pour optimiser les résultats ? »

(31) Cf par exemple l'argumentation développée par les auteurs du rapport *Economie mondiale 1990-2000*.

Si ce raisonnement est formellement recevable, ses conditions d'applicabilité à la situation contemporaine ne vont pas de soi : comment définir et quantifier le potentiel de production dans une situation où une forte dissymétrie se manifeste dans beaucoup de pays, au-delà des fluctuations conjoncturelles, entre un chômage persistant et une utilisation normale voire tendue des équipements ? Cette dissymétrie paraît maintenue par des rythmes de substitution entre capital et travail très rigides et peu sensibles aux inflexions des coûts relatifs. Dans les calculs de potentiel productif effectués par l'OCDE à partir d'une formalisation de la fonction de production de l'économie et du fonctionnement du marché du travail ⁽³²⁾, la dissymétrie se manifeste pour un certain nombre de pays, spécialement les pays de la Communauté européenne, par une montée tendancielle du NAWRU ⁽³³⁾, c'est-à-dire du taux de chômage compatible à moyen terme avec la stabilité de l'inflation : entre le milieu des années soixante et la fin des années quatre-vingt, ce taux est passé de 3 % à plus de 4 % en Allemagne, de moins de 4 % à 7 % au Royaume-Uni, de moins de 2 % à près de 6 % en France, de 4 % à 9 % en Italie... Ce taux de chômage de référence participe à la définition du potentiel productif en réduisant la part « rentable » de la population active. Son niveau obéit en effet à une norme de partage de la valeur ajoutée puisqu'il est d'autant plus élevé que les entreprises « ont besoin » de ce chômage pour contenir, via la traditionnelle relation de Phillips, les hausses salariales et obtenir, sans accélération de l'inflation, le taux de marge qu'elles jugent normal. Le taux de chômage de référence, dans ce schéma, supporte le poids de l'ajustement macroéconomique entraîné, par exemple, par une dégradation tendancielle des performances de productivité, puisqu'il faut adapter le niveau des salaires, par un chômage accru, à cette dégradation : le potentiel productif, en cas de choc négatif sur la productivité, baisse plus fortement, au moins à court terme, que ne l'exigerait le seul effet « comptable » direct de ce choc, en raison de l'effet indirect que représente l'amputation de population active « rentable » .

L'affaiblissement tendanciel, depuis les années soixante, des gains de productivité globale des facteurs des grandes économies occidentales a, au mieux, fait place à une stabilisation de ces gains à un niveau médiocre au cours des années quatre-vingt : cet affaiblissement a favorisé la dérive haussière du NAWRU dans les pays européens comme a pu le faire également la hausse des taux d'intérêt réels si celle-ci a poussé vers le haut le taux de marge désiré par les entreprises. Ces deux facteurs concourent ensemble à réduire le niveau du plein emploi « rentable » et à accroître en conséquence la probabilité d'occurrence de situations de pénurie d'épargne (car il faut bien que l'épargne soit produite) mais il est probable qu'ils ne sont pas indépendants. On assiste au double paradoxe, en regard de certains canons théoriques, de la combinaison d'un niveau élevé de taux d'intérêt réels avec, d'une part, un affaiblissement durable des gains de productivité des facteurs (spécialement du capital) et, d'autre part, un risque accru de tensions sur l'épargne malgré l'incitation à l'épargne qu'on peut éventuelle-

(32) Cf R.Torres et J.P.Martin, « Mesure de la production potentielle dans les sept grands pays de l'OCDE », *Revue Economique de l'OCDE*, n° 14, Printemps 1990.

(33) No Accelerating Wages Rate of Unemployment, qui est la notion mobilisée par R.Torres et J.P.Martin dans leurs estimations de la production potentielle.

ment attendre de taux d'intérêt rémunérateurs. L'écart entre le taux de chômage effectif et le NAWRU est cependant très variable d'un pays à l'autre et si, tendanciellement, les deux taux coïncident plutôt aux USA, le taux effectif est bien au-dessus du NAWRU depuis dix ans dans nombre de pays européens, laissant une marge sensible avant que soit rencontrée la frontière de plein emploi « rentable ». Sans doute l'ampleur et la rigidité du chômage dans certains pays européens sont-elles le produit complexe de l'interaction entre l'existence d'un noyau dur macroéconomique du chômage (dont le NAWRU peut être un résumé schématique) et la dégradation des tissus socio-économiques garantissant l'employabilité et l'insertion professionnelle des personnes précarisées ou exclues.

Ce schéma, qui fait porter sur le marché du travail l'ajustement nécessité par des chocs « exogènes », a une portée normative autant qu'explicative : il inspire nombre de politiques économiques aujourd'hui menées, qui usent de fait du chômage comme d'un instrument pour accéder à la « désinflation compétitive »⁽³⁴⁾.

En France, pays qui, dans le cadre du processus d'intégration européenne, se soumet à une discipline financière sévère, l'ajustement de l'emploi est particulièrement prononcé et les gains de productivité du travail sont élevés depuis une dizaine d'années, comparativement aux autres grands pays industrialisés, aussi bien dans l'industrie que dans les services⁽³⁵⁾. L'excès du chômage effectif par rapport au NAWRU concourt de plus à la modération salariale. Le maigre contenu en emploi de la croissance permet ainsi, directement via les gains de productivité et indirectement via la sensibilité des salaires au chômage, un partage de la valeur ajoutée très favorable aux entreprises. La couverture des besoins d'investissement repose désormais plus largement, comme on l'a vu, sur l'autofinancement des entreprises. L'épargne des ménages, souffrant de l'ajustement des masses salariales, prend une bien moindre part dans le financement de l'économie nationale, ce qui peut induire une sélectivité défavorable à des investissements dont le financement dépendait antérieurement des systèmes de collecte de cette épargne (comme le logement). L'intensité et la diversité des efforts d'incitation à diverses formes d'épargne des ménages depuis dix ans, du CODEVI au PEA, n'ont certes pas manqué mais l'ordre de grandeur de leur impact paraît second par rapport au poids des déterminants macroéconomiques⁽³⁶⁾. Au sein d'une « société salariale », la faiblesse de l'épargne des ménages, sur la collecte de laquelle reposaient pour partie les systèmes de financement de certains besoins sociaux, peut être à l'origine d'un déficit de socialisation de l'épargne.

(34) Cf, dans le cas de la France, le rapport du Groupe International de l'OFCE, *La désinflation compétitive, le mark et les politiques budgétaires en Europe*, Le Seuil, 1992.

(35) Ce constat peut être vérifié grâce aux données présentées par le rapport *Economie mondiale 1990-2000*. Voir aussi le document de travail de P. Artus : « Peut-on comprendre le déficit d'emploi en France ? », *Document de travail n° 1991-11/E*, SEEF, CDC, Juillet 1991, ainsi que le numéro spécial d'*Economie et Statistique*, « La productivité, tendances et facteurs explicatifs », n°237-238, novembre-décembre 1990.

(36) Cf à ce propos, l'article de H. Sterdyniak, « Faut-il une politique de l'épargne ? », *Lettre de l'OFCE*, n°100, 30 Avril 1992.

Si la faiblesse des gains de productivité globale limite l'épargne en raison du manque de dynamisme conséquent de la création de revenus, la réaction à cette faiblesse par un type d'adaptation qui produit un faible contenu en emploi de la croissance déforme la localisation de l'épargne en faveur des entreprises plus qu'elle ne l'accroît. Probablement, cette déformation n'est-elle pas neutre quant à l'allocation d'une épargne globalement limitée.

Intensité, efficacité et profitabilité de l'effort d'investissement en France : Harrod-Domar revisités par Kondratiev

L'interaction de l'intensité de l'effort d'investissement (appréciée par le taux d'investissement en proportion du PIB) et son efficacité (appréciée par le coefficient de capital) est au cœur de la dynamique conjointe de la croissance et des fluctuations : Harrod et Domar l'avaient tôt compris et, s'ils n'en ont pas proposé un modèle achevé, du moins ont-ils mis en évidence les facteurs et la possibilité d'une instabilité endogène de cette dynamique ⁽³⁷⁾. L'incitation à investir des entreprises, qui dépend notamment des espérances de profit associées à leur perception de la demande, et le multiplicateur de revenus interagissent pour définir un taux de croissance « justifié » de l'économie : c'est le taux pour lequel l'investissement désiré en fonction des perspectives de demande et de profit engendre, via le multiplicateur, une demande qui permet d'absorber l'offre nouvelle et qui « justifie » ainsi cet investissement. Pour une variation anticipée ΔY^a de la demande, l'investissement désiré I^d aura pour valeur $\beta \Delta Y^a$, où le coefficient β n'est pas un pur coefficient technique mais résume les différentes motivations et contraintes de l'incitation à investir. Cet investissement désiré peut être considéré comme la demande autonome d'un modèle simple de multiplicateur de revenu. S'il se réalisait, il générerait, selon la formule classique de ce modèle, un produit $Y = I^d/s$ (où s est le taux d'épargne). Le taux de croissance justifié g^* correspond à l'accord de l'anticipation de demande ΔY^a et du produit réalisé Y ($\Delta Y = \Delta Y^a$ et $Y = \beta \Delta Y^a/s$) et ce taux a donc pour valeur le rapport s/β .

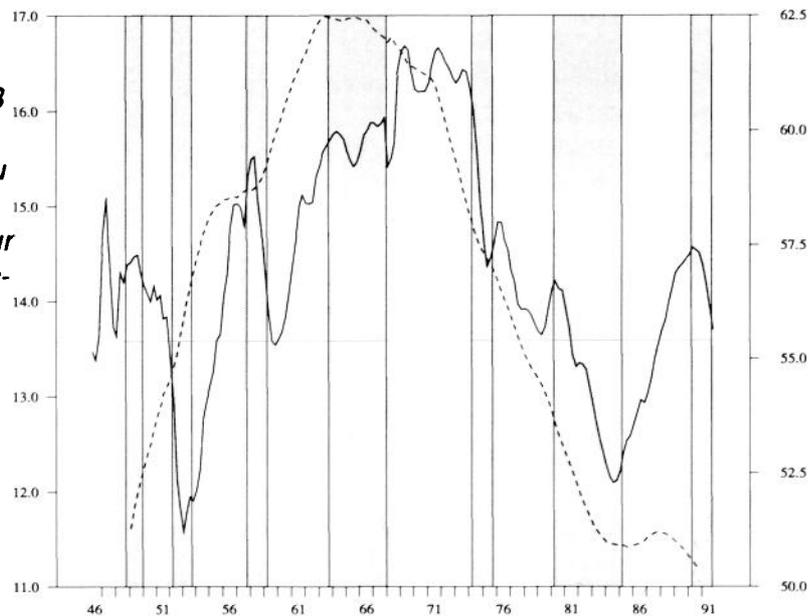
Mais le taux de croissance effectif peut différer de ce taux justifié. Ainsi si les investisseurs, particulièrement dynamiques et motivés par exemple par de fortes espérances de rentabilité, souhaitent investir beaucoup pour une perception donnée de la demande (le coefficient β est élevé), le taux de croissance « justifié » peut être assez bas car il suffit à provoquer un investissement désiré assez important pour induire un flux de revenus soutenant cette croissance. Le taux de croissance effectif g pourra être plus important si le coefficient effectif de capital v — le rapport technique du

(37) voir par exemple la présentation faite des idées exprimées par Harrod et Domar par P.Y.Henin dans son ouvrage « Macrodynamique, croissance et fluctuations », 2^{ème} édition, Economica, 1981.

capital au produit — est faible (inférieur à β) et si un investissement unitaire réalisé procure de ce fait une offre importante : $g = s/v > g^* = s/\beta$. Le processus peut s'avérer instable si les entreprises réagissent à cette croissance forte par un investissement désiré encore accru, permettant l'absorption de l'épargne générée par l'offre nouvelle. Les entreprises poussent la croissance bien au-delà du taux « justifié », jusqu'à provoquer une éventuelle surcapitalisation ou à buter sur les contraintes démographiques qui limitent l'élasticité de l'offre de travail.

Une bonne part de la littérature économique (voir Solow, Kaldor, Robinson, etc..) qui a suivi cet énoncé de l'instabilité virtuelle du mouvement d'accumulation a consisté à lever les indéterminations qui sont les siennes, afin de retrouver la stabilité, même si elle a dû faire sa part au cycle. Il s'est agi notamment de « rationaliser » la détermination du coefficient β , que ce soit à travers une endogénéisation de la substitution du capital au travail ou à travers un coefficient d'accélération standardisé, réduit à la prise en compte des délais de décision et de réalisation de l'investissement. Sans revenir sur la capacité critiquée de ces différents courants à expliquer conjointement, sur les vingt dernières années, les mutations de la dynamique économique et la rigidité de certains comportements comme la poursuite de rythmes élevés de substitution du capital au travail, on se contente ici d'une mise en rapport suggestive de certains ratios dans le cas français.

15. Taux d'investissement productif (FBCF des entreprises sur PIB marchand, en volume), et productivité lissée du capital (trend du PIB marchand annualisé sur stock de capital productif net, en volume)



— taux d'investissement (échelle de gauche, %)
 ---- productivité du capital (échelle de droite, %)

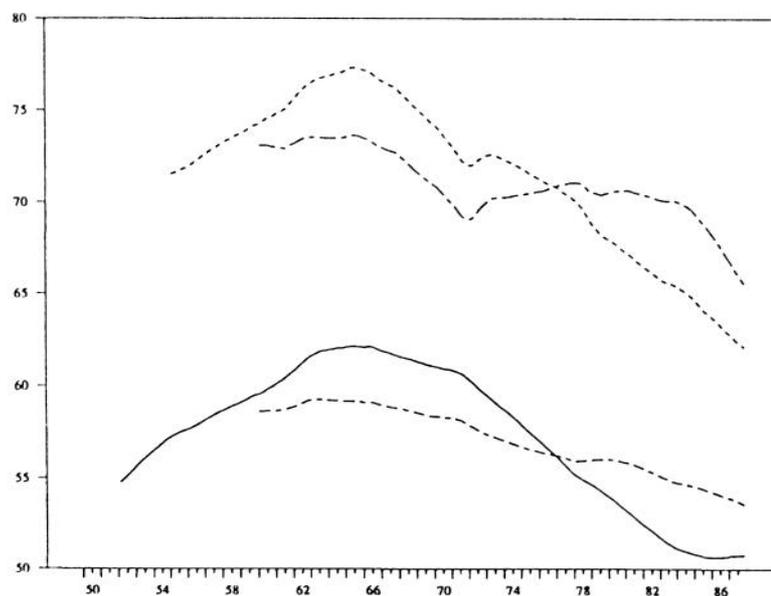
Sources : INSEE, Laroque et alii (1990), calculs OFCE.

Le graphique 15 présente ainsi sur l'ensemble de l'après guerre le taux d'investissement productif (investissement productif des entreprises / PIB marchand en volume aux prix de 1980, soit le ratio inférieur du graphique 7) et une estimation lissée de la productivité du capital fixe productif (PIB marchand / stock de capital net fixe productif, en volume aux prix de 1980). Cette dernière a été calculée comme le rapport du trend du PIB (déjà calculé par mise en moyenne mobile sur 25 trimestres et donc éliminant pour l'essentiel l'impact du cycle du taux d'utilisation des capacités) au stock de capital net (déjà calculé comme le cumul des flux successifs d'investissement productif des entreprises, compte tenu d'un taux d'amortissement de 4 % par an). C'est un indicateur très sommaire, puisqu'il ne tient pas compte d'une probable variation de l'obsolescence du capital et, à ce titre, c'est plutôt un indicateur de l'efficacité « ex ante » du capital que de son efficacité effective. D'autre part, sur la fin de période, la valeur prise par cet indicateur et sa stabilisation hésitante à un bas niveau sont dépendantes de l'extrapolation simple pratiquée pour le trend du PIB, qui correspond de fait à une croissance de 3 % par an. Le graphique 16 présente, afin de relativiser l'information apportée par cet indicateur, des indicateurs complémentaires, également lissés afin d'éliminer l'influence des cycles conjoncturels mais pour lesquels on a évité toute extrapolation périlleuse (les séries s'arrêtent donc en 1987) :

*L'indicateur de productivité effective du capital qui rapporte le PIB au stock de capital net et qui est lissé par moyenne mobile arithmétique sur 25 trimestres. L'information qu'il procure, en niveau et en évolution, est très proche de celle apportée par le graphique 15 (où seul le numérateur du ratio de productivité était lissé, alors que c'est le ratio lui-même qui est ici lissé).

*L'indicateur de productivité potentielle du capital qui rapporte le PIB potentiel (calculé en supposant le taux d'utilisation des capacités industriel-

16. Différentes mesures de la productivité du capital fixe productif net (produit annualisé sur stock de capital, %)



— productivité effective lissée
 productivité potentielle lissée
 - - - - productivité horaire lissée
 - · - · productivité horaire potentielle lissée

Sources : INSEE, Laroque et alii (1990), calculs OFCE.

les valide pour l'ensemble de l'économie) au stock de capital net et qui est aussi lissé sur 25 trimestres. Cet indicateur, évidemment plus élevé que le précédent, donne en évolution une information très proche. Cependant, il ne paraît pas se stabiliser après 1985, à l'inverse des deux ratios précédents.

* L'indicateur de productivité horaire du capital qui rapporte le PIB au stock de capital net corrigé par sa durée d'utilisation (on applique à ce stock un coefficient qui est le rapport à 50 heures de la durée d'utilisation hebdomadaire des équipements ⁽³⁸⁾) et qui est également lissé sur 25 trimestres. Une série de durée d'utilisation n'étant disponible qu'à partir de 1957, cet indicateur ne débute qu'en 1960. Sur la période disponible, il montre une évolution plus lisse, en particulier une baisse moins prononcée mais plus régulière de la productivité du capital à partir du milieu des années soixante.

* Enfin l'indicateur de productivité horaire potentielle du capital qui cumule les deux corrections précédentes de taux et de durée d'utilisation et qui est également lissé. Son évolution est plus irrégulière : après une baisse à partir de 1965, il se redresse légèrement sur la seconde moitié des années soixante-dix puis s'infléchit de nouveau et chute brutalement en fin de période. De telles évolutions, déjà commentées ailleurs ⁽³⁹⁾, doivent être considérées avec prudence car il n'est pas sûr que les deux corrections de taux et de durée d'utilisation soient statistiquement indépendantes.

Sous toutes ces réserves et en essayant de synthétiser sans excès l'information apportée par ces différents indicateurs, il paraît possible d'avancer que la productivité du capital (l'inverse du coefficient v d'Harrod-Domar) a suivi, durant l'après-guerre, une évolution représentative d'une onde longue. L'amélioration régulière de cette productivité depuis la sortie de guerre jusqu'au milieu des années soixante a fait place à une décrue qui ramène à proximité du point de départ. La prise en compte des modulations de la durée d'utilisation des équipements lisse et amoindrit ces évolutions, dont elles ont sans doute, dans la réalité même, constitué une correction partielle. L'incertitude demeure pour les évolutions les plus récentes : les indicateurs les plus sommaires donnent à penser à une stabilisation de la productivité du capital sur la seconde moitié des années quatre-vingt. Mais ce diagnostic est moins assuré si on prend en compte la durée d'utilisation des équipements : les efforts de redressement de cette durée, bien réels, semblent avoir eu une efficacité limitée. Il reste que, même en cas de stabilisation de la productivité du capital, la distorsion est prononcée entre l'intensité de la reprise de l'effort d'investissement depuis 1985 et la stagnation de son efficacité, au contraire de ce qui s'était passé dans l'après-guerre (graphique 15).

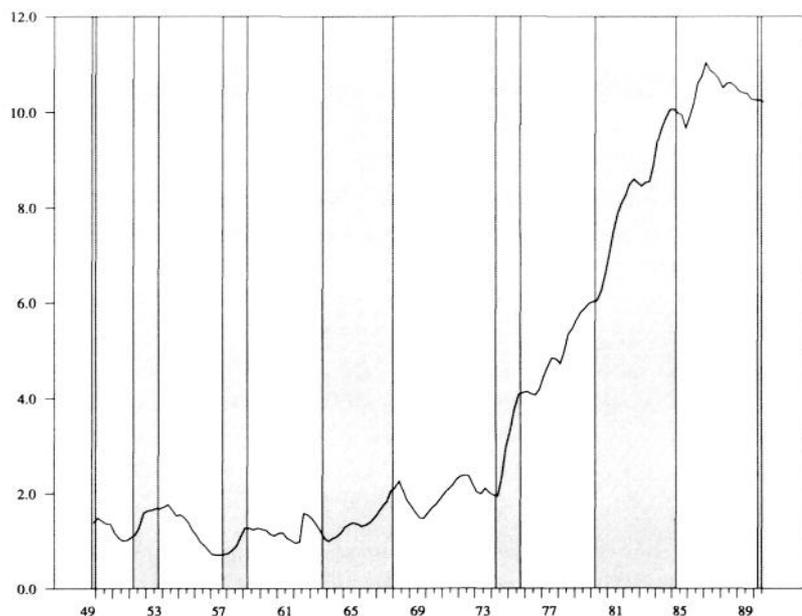
(38) La série annuelle de durée d'utilisation hebdomadaire moyenne des équipements depuis 1957 a été empruntée à l'article de D.Bourlange, G.Cette, G.Kremer, D.Taddei, « Les principales relations entre les degrés d'utilisation des facteurs de production », *Economie et Statistique*, n°231, avril 1990.

(39) G.Cette effectue notamment un examen critique détaillé des différentes mesures possibles de la productivité du capital sur la période 1970-1991 dans un document de travail récent (« Quelques observations concernant l'évolution de l'efficacité du capital fixe sur les deux dernières décennies », Banque de France, Direction Générale des Etudes, DEER-SEMEF-92-31, avril 1992). Il se livre en particulier à des variantes sur la durée de vie des équipements. Le lecteur attentif pourra voir que les évolutions présentées ici sur longue période ne présentent pas d'incongruités par rapport au travail plus rigoureux et interrogatif de G.Cette. Une incertitude majeure demeure pour le traitement de l'obsolescence et de la durée de vie des équipements, problème réglé ici de manière très conventionnelle.

De la fin de la guerre jusqu'au milieu des années soixante, la progression de l'effort d'investissement a en effet été associée à une amélioration de l'efficacité de cet effort. Si on raisonne dans le cadre de pensée légué par Harrod-Domar, la hausse de l'incitation à investir (le coefficient β) et l'amélioration de l'efficacité des équipements (la baisse de v) ont pu, un temps, entretenir une relation de moyen terme vertueuse favorable à un haut niveau de croissance et maintenant le chômage, au-delà de ses fluctuations conjoncturelles, à un niveau bas (graphique 17). L'incitation à investir permettait l'absorption d'une capacité d'épargne stimulée par l'application d'un taux d'épargne s croissant à un produit lui-même accru par l'amélioration de l'efficacité des équipements : le niveau élevé du taux de croissance effectif (s/v) était en équilibre avec une incitation forte à investir. Mais l'instabilité d'Harrod-Domar a bien d'une certaine façon prévalu : l'équilibre est passé par des cycles conjoncturels prononcés qui ont constitué l'expression de cette instabilité, en permettant l'apurement des excès périodiques d'investissement, chaque fois que la surchauffe menaçait ou se manifestait ouvertement.

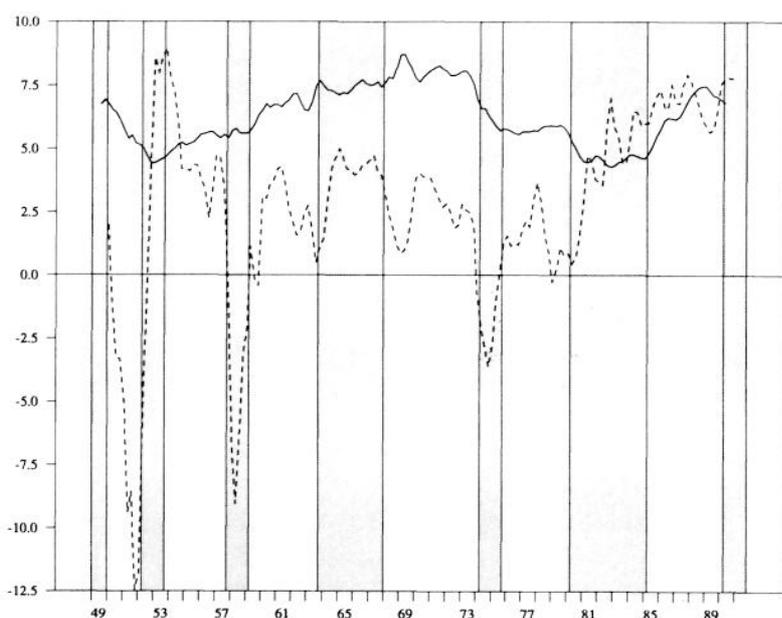
Cette approche amène à jeter un œil particulier sur la phase intermédiaire de l'onde longue (en gros le grand cycle majeur 1963-1974) : c'est au moment où la croissance paraît se régulariser, répondre aux canons de la croissance équilibrée que les conditions de la régulation d'après-guerre s'altèrent. L'incitation à investir reste prononcée, l'effort d'accumulation, déjà à un haut niveau, continue à augmenter et n'est guère troublé par des fluctuations conjoncturelles amoindries (graphique 15). Mais, dans le même temps, la productivité du capital, stagnante durant la phase de contraction couvrant les années 1963 à 1967, s'infléchit à la baisse puis chute au cours de l'expansion qui suit. D'une part, le cours de l'accumulation n'est plus régulé par des

17. Taux de chômage
(DEFM/population
active, %)



Source : Laroque et alii (1990).

récessions nettes qui permettent d'apurer l'excès périodique d'investissement ; d'autre part, sans doute en liaison avec des tensions structurelles sur le marché du travail et une concurrence internationale aiguisée, la croissance devient plus intensive en capital et le chômage, dès la phase d'expansion du début des années soixante-dix, se situe en conséquence sur un palier plus élevé. En ce sens, on peut parler d'une situation de suraccumulation du capital. L'économie entre alors dans la phase descendante de l'onde longue et une dynamique inverse à celle des années cinquante se développe jusqu'au milieu des années quatre-vingt. Depuis lors, un nouveau régime d'accumulation se cherche mais hésite encore.



18. Taux d'intérêt réel et taux de rentabilité financière des entreprises (%)

— épargne brute sur stock de capital en valeur des entreprises
---- taux de rendement réel des obligations

Sources : INSEE, calculs OFCE.

Sans doute, pour comprendre pleinement ces évolutions, faut-il expliciter les comportements qui les sous-tendent. Le graphique 18 rapproche l'évolution du taux de rentabilité des entreprises (mesurée par le rapport de leur épargne au stock de capital net mesuré en valeur aux prix de renouvellement, soit une approximation du taux de rentabilité financière) d'une estimation simpliste du taux d'intérêt réel de long terme (le taux de rendement des obligations du secteur privé moins le glissement annuel du déflateur de la consommation privée). Ce graphique donne une première information, partielle et provisoire, sur les conditions de profitabilité des entreprises, qui peuvent influencer à la fois leur incitation à investir et leur capacité à maîtriser la dynamique de leur endettement. Jusqu'au début des années soixante, le taux d'intérêt réel apparent est une grandeur très variable, sans que cette variabilité apparaisse au demeurant corrélée de manière stable aux cycles conjoncturels : le taux d'intérêt réel s'élève de manière violente mais brève

durant la récession de 1952-1953 lorsque l'inflation est brisée par la politique économique de l'époque ; il baisse au contraire durant la récession de 1958, laquelle s'explique largement par l'épuisement du pouvoir d'achat consécutif à la résurgence de la vague inflationniste. Mais la détérioration des conditions de profitabilité en 1952-1953, la chute de la demande en 1958 ont conduit les entreprises à replier leur effort d'investissement au sein de ces récessions. Une période différente s'ouvre avec les années soixante, le taux d'intérêt réel oscillant désormais dans une fourchette plus serrée et les entreprises bénéficiant d'une amélioration de leur rentabilité jusqu'au début des années soixante-dix : la profitabilité, forte et relativement stable, incite certainement les entreprises à régulariser leur effort d'investissement. Lorsqu'au cours des années soixante-dix, la rentabilité s'infléchit à la baisse, la profitabilité est défendue par l'inflation qui déprime les taux d'intérêt réels. L'évolution de la décennie quatre-vingt souligne la particularité du contexte qui préside aux efforts de redressement de l'accumulation : le taux d'intérêt réel rattrape la rentabilité, lorsque celle-ci, parvenue à son point bas, va commencer justement à se redresser. La reprise de l'investissement, à partir de 1985, s'opère dans des conditions de profitabilité très limitée et fragile qui rendent cette reprise sans doute réversible et vulnérable aux dérapages de l'endettement. Les entreprises recherchent des marges de manœuvre du côté d'un ajustement poursuivi de l'emploi et des salaires, mais ce type d'ajustement peut aujourd'hui entrer en contradiction avec la recherche d'une amélioration de l'efficacité des équipements, si celle-ci a besoin d'un investissement suffisant en capital humain.

DEUXIÈME PARTIE :

Économies financières « mixtes » et cycles patrimoniaux des années quatre-vingt et quatre-vingt dix

Le retour du cycle et celui des marchés financiers vont de pair dans les années quatre-vingt. C'est cette interférence qui sera examinée de plus près dans cette seconde partie, afin de repérer les facteurs originaux qui influent désormais sur le comportement cyclique de l'économie.

Des marchés du capital et du travail plus cycliques ?

Les années quatre-vingt ont vu se mettre en place des économies financières « mixtes ». Cette mixité combine les relations d'endettement entre les banquiers et leurs clients avec le rôle des marchés financiers, c'est-à-dire des relations directes mais plus anonymes entre créanciers et débiteurs primaires. Elle constitue une altération profonde de l'économie d'endettement antérieure. Celle-ci avait favorisé une croissance rapide et avait ainsi répondu aux besoins de la phase ascendante de l'onde longue d'après-guerre. Progressivement, elle s'est cependant avérée vulnérable par manque de garantie de l'efficacité des investissements financés à crédit. Dans la situation de croissance faible et peu rentable de la seconde moitié des années soixante-dix, la gestion des dettes est passée par une accélération inflationniste favorable à leur dévalorisation. La course-poursuite entre cette accélération et l'indexation des frais financiers a déstabilisé les efforts d'ajustement de leurs bilans par les agents non financiers. Une série de mutations interdépendantes a alors suscité l'émergence de l'économie financière mixte des années quatre-vingt :

*Les besoins d'ajustement et de restructuration de leurs bilans ressentis par les agents non financiers sont devenus pressants dans un contexte de désinflation globale et de variabilité des prix relatifs des biens réels et des actifs financiers. Ce contexte a accru l'importance des effets de richesse et a fourni aux entreprises et aux ménages des opportunités nouvelles d'arbitrage entre types d'investissement et de financement. De nouveaux modèles de comportements financiers, plus attentifs à ces opportunités, se sont affirmés.

*La gestion de dettes publiques plus importantes que durant les décennies antérieures a constitué un support décisif de l'approfondissement des marchés financiers. Les déficits publics absorbent une part de l'épargne privée, au prix d'éventuels effets d'éviction, et les dettes publiques exercent une contrainte intertemporelle sur les politiques budgétaires de l'Etat et des collectivités locales. Mais la modernisation de leur gestion a contribué fortement à l'expansion des marchés financiers.

*Les gestions bancaires sont au cœur de la mixité financière, puisque les banques combinent désormais la distribution de crédit et l'intervention, comme investisseurs et émetteurs, sur les marchés financiers. Le phénomène de désintermédiation est apprécié assez différemment selon que l'on prend ou non en compte la participation des banques à l'acquisition des actifs financiers émis par les agents non financiers. Cette prise en compte amène à parler plutôt de marchandisation : l'accent est mis sur le changement de la nature des produits d'actifs et de passifs. L'évolution du poids des banques dans le financement de l'économie dépend alors du dynamisme comparé de leur acquisition et de leur émission de titres. Le résultat est différent selon les pays : les banques ont accru ce poids durant les années quatre-vingt au Japon et en Allemagne (en raison notamment, dans ce dernier pays, des acquisitions de titres publics par les banques) au contraire de la France où les banques ont plus émis de titres qu'elles n'en ont acquis et sont fortement concurrencées par les autres institutions financières (comme les compagnies d'assurances). En tout état de cause, le rôle spécifique des banques reste indispensable à la qualité de l'information et à la liquidité des marchés

d'une économie où progresse, via la titrisation, l'ajustement « automatique » de la valeur des créances. Le métier bancaire évolue, dans le sens d'une gestion plus globalisée de la relation entre la banque et son client, attentive à l'ensemble du bilan de ce dernier. Si la banque n'est plus toujours l'agent qui prête en premier ressort à l'emprunteur, elle joue un rôle plus large de prestataire de services financiers, aide en particulier l'emprunteur à trouver une contrepartie à sa demande de fonds et peut organiser l'octroi de lignes de substitution en cas de défaillance du marché ⁽⁴⁰⁾.

*La politique monétaire a concentré son action sur la gestion de la liquidité et de la stabilité du système global d'intermédiaires et de marchés. Le pouvoir de création monétaire est canalisé vers la gestion de cette stabilité. Le maniement des taux d'intérêt est devenu le principal instrument de la politique monétaire mais son usage dépend du réseau de contraintes qui caractérise l'insertion internationale de chaque pays et qui repose notamment sur les interactions entre marchés financiers. La politique monétaire agit comme une « main visible » qui n'est ni omnisciente, ni toute-puissante mais dont les marchés ne peuvent pas se passer.

Les éléments de la nouvelle mixité financière, précédemment résumés, se retrouvent dans la sphère des marchés internationaux de capitaux : l'économie d'endettement des années soixante-dix a privilégié l'expansion des eurocrédits syndiqués puis a largement été pénétrée par le développement des émissions d'obligations internationales après la crise mexicaine de 1982. Dans les dernières années une mixité plus équilibrée et plus diversifiée des différents instruments de financement et de placement se fait jour sur les marchés internationaux. Cette diversification est cependant instable, avec de forts effets de report d'un type d'instrument à un autre en fonction de la conjoncture globale et de la dynamique propre à chaque marché ⁽⁴¹⁾. La progression de l'internationalisation des marchés plus rapide que celle des banques et l'absence de prêteur en dernier ressort sur les marchés internationaux de capitaux font ressentir particulièrement fortement le besoin d'un contrôle bancaire et d'une normalisation des règles concurrentielles à l'échelle internationale ⁽⁴²⁾.

De cette mixité financière on aurait pu attendre un cumul des avantages et une compensation réciproque des défauts de l'économie d'endettement et de l'économie de marchés financiers : le crédit libère la croissance mais peut

(40) Sur la mutation bancaire et son impact macro-économique, on peut en particulier consulter : Y.Ullmo, « Intermédiation, intermédiaires financiers et marché », *Revue d'Economie Politique*, n° 98 (5), septembre-octobre 1988 ; Y.Ullmo, « Intermediation et marché », *Revue Economique*, vol.41, N°5, septembre 1990 ; C.Belhomme, C.Dupuy, N.Matta, R.Salomon, « Dix années d'innovations financières en Europe : développement des marchés et changements de comportement des agents », *Document de travail n° 1991-08/E*, Service des Etudes Economiques et Financières, Caisse des Dépôts et Consignations, mai 1991 ; Michel Aglietta, « Mutations financières et croissance », section 2.1 de l'ouvrage *Economie mondiale 1990-2000 : l'impératif de croissance*, Rapport du CEPII en collaboration avec l'équipe MIMOSA de l'OFCE, Economica, 1992.

(41) Cf le rapport déjà cité *Epargner, investir, croître* du Commissariat Général au Plan ainsi que les publications régulières de l'OCDE (*Financial market trends*) et de la BRI (*Activité bancaire et financière internationale*).

(42) cf le rapport de l'OCDE, *Nouveaux défis pour les banques*, 1992

faciliter le financement aveugle d'investissements inefficaces en l'absence d'une « ingénierie financière » adéquate. Les marchés permettent de contrôler l'inflation en dévalorisant et en éliminant les activités non rentables mais peuvent favoriser la stérilisation de l'épargne par sa focalisation sur des droits de propriété spéculatifs. La combinaison de ces deux types de relations financières allait permettre, semblait-il, le contrôle réciproque de leurs éventuels excès par une sophistication de l'information et par un ensemble de règles désamorçant à temps les « risques de système », c'est-à-dire les risques collectifs non diversifiables qui ne peuvent être couverts par des mécanismes assurantiels et qui peuvent ainsi constituer des externalités négatives au sein du système financier. Si l'optimalité de la combinaison était parfaite, l'équivalence deviendrait entière pour les entreprises entre financement par titres et financement par endettement, illustrant la proposition classique de Modigliani-Miller ⁽⁴³⁾, et la stabilité des relations financières serait mieux assurée. C'est à l'aune de ces espérances qu'il convient d'apprécier la réalité du fonctionnement des systèmes financiers durant les années quatre-vingt et la nature de leur contribution au mouvement cyclique qui a parcouru la décennie.

Cette contribution peut être de plusieurs ordres, qui interfèrent :

*Le retour de marchés financiers donne évidemment un poids plus grand à des facteurs cycliques inscrits dans le fonctionnement effectif des marchés de stocks d'actifs. Dès lors que les actifs concernés sont dotés de prix plus ou moins volatiles, la vulnérabilité de ce fonctionnement à la persistance et à la réversibilité d'anticipations susceptibles de mimétisme empêche la réduction du jeu de ces stocks à un rôle stabilisateur de « tampon » (un « matelas » financier pour les mauvais jours par exemple). Ces facteurs cycliques sont bien décrits par des travaux tels que ceux de Kindleberger ⁽⁴⁴⁾, lequel insiste sur le rôle du « prêteur en dernier ressort » pour éviter ou contenir la propagation de crises qui risquent de déborder du segment de marché où elles sont initialement localisées.

*L'interaction est plus dense entre la gestion patrimoniale des agents non financiers (entreprises, ménages, administrations) et le comportement spécifique des institutions financières. Celles-ci peuvent valider ou contrer — à l'excès éventuellement — les stratégies patrimoniales des agents non financiers. L'attitude des banques en particulier dépend des contraintes de coûts, des performances de rentabilité et des risques auxquels elles sont confron-

(43) Le principe d'indifférence de Modigliani-Miller énonce que la valeur de marché d'une entreprise, qui résulte de l'actualisation, selon un taux reflétant le coût du capital, du flux de profit attendu (avant paiement des intérêts et dividendes), est indépendante du partage de son passif entre endettement et fonds propres. Ce principe est vérifié sous des conditions adéquates de fonctionnement de marchés financiers « parfaits » : il faut en particulier que la détention de titres de créances puisse être librement arbitrée avec celle des droits de propriété que sont les actions. Dans une économie de ce type, un investissement productif n'est réalisé que s'il augmente la valeur de marché de l'entreprise, ce qui ne dépend que de la comparaison entre son rendement spécifique et le coût moyen du capital. Mais la décision d'investissement est indépendante de la structure de financement retenue. Cf F.Modigliani, M.Miller, « The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment », *American Economic Review*, vol. 48, n°3, juin 1958 ; F.Modigliani, M.Miller, « Corporate Income Taxes And The Cost Of Capital », *American Economic Review*, vol.53, 1963.

(44) Cf C.P.Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crises*, New-York, Basic Books, 1978 ; sous sa direction et celle de J.P. Laffargue, *Financial crises : Theory, History and Policy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1982.

tées. Un cycle bancaire plus affirmé, de type « wicksellien »⁽⁴⁵⁾, se manifeste et contribue à la configuration du cycle macroéconomique, notamment au travers d'une détermination des taux d'intérêt sensible aux tensions internes du système financier et d'une flexibilité conjoncturelle de la quantité de crédit offerte : cette offre est désormais sensible aux conditions régnant sur les marchés financiers, qui affectent la valorisation des fonds propres bancaires et des actifs qu'elles détiennent elles-mêmes. La politique monétaire subit ce cycle « wicksellien » plus qu'elle ne le contrôle : au cours de la phase d'expansion, elle oscille entre, d'une part, l'accommodation qui soulage les tensions et soutient les marchés mais qui valide éventuellement les dérives spéculatives et, d'autre part, la restriction qui tend les taux d'intérêt et peut précipiter le retournement conjoncturel au moment de la surchauffe ; au cours de la phase de récession, les injections de liquidités doivent contribuer à la reconstitution des bilans bancaires, jusqu'à satisfaction de « la préférence pour la liquidité », avant de pouvoir déboucher sur une reprise effective du crédit. Au sein d'une économie financière qui mixte la libéralisation héritée des années quatre-vingt et les efforts actuels de « reréglementation »⁽⁴⁶⁾, flexibilité de l'offre de crédit et dilemme de la politique monétaire se combinent pour accentuer le caractère cyclique de la dynamique macroéconomique. La configuration concrète de cette dernière dépendra notamment des décalages entre le développement, la perception et la correction des tensions financières.

*Cette évolution a son pendant du côté du marché du travail, où la progression éventuelle, en tout cas recherchée, de la flexibilité de l'emploi et des salaires a pu également favoriser la manifestation de dynamiques cycliques, bien que certains travaux théoriques montrent la difficulté de conclusions simples en ce domaine⁽⁴⁷⁾ : si la flexibilité salariale contribuait à la flexibilité plus générale du système de prix, le cycle des quantités pourrait

(45) Dans ses *Lectures on Political Economy* (Londres, George Routledge, 1935), K. Wicksell explique l'alternance cyclique de phases d'inflation et de déflation par l'écart entre le taux « nominal » (ou « monétaire ») de l'intérêt pratiqué par les banques et le taux « normal » (ou « naturel ») de l'intérêt qui égaliserait l'offre et la demande de capitaux neufs si prêteurs et emprunteurs pouvaient s'accorder directement sur le rendement à attendre des opérations productives nouvelles. La supériorité du second au premier impulse l'emballement inflationniste en raison du développement de l'investissement (car il est rentable de s'endetter pour investir) et de la consommation (car l'épargne sous forme de dépôts bancaires est découragée par de faibles taux nominaux). Cet emballement ne se résorbera que lorsque leurs contraintes d'équilibre comptable auront conduit les banques à ajuster à la hausse les taux nominaux. Inversement, un excès du taux nominal sur le taux normal est à l'origine d'un processus déflationniste.

(46) L'élaboration de nouvelles réglementations prudentielles, aujourd'hui au centre des débats, peut induire des comportements procycliques, reposant sur une perception et une correction précoces des tensions financières de la part des agents concernés. Ainsi les ratios Cooke favorisent une répercussion partielle (en gros selon un facteur égal à 50%) des fluctuations de la valeur de marché des fonds propres sur l'offre de crédit bancaire. Aux USA, au printemps 1992, un objet de débat est le « mark-to-market », c'est-à-dire l'inscription dans le bilan des banques de leur portefeuille de valeurs mobilières au cours du marché. Si la Securities and Exchange Commission y était favorable pour des raisons de crédibilité comptable, la FED et les banques elles-mêmes étaient réticentes car elles craignaient les effets négatifs d'une telle réforme sur l'offre de crédit long, en incitant les banques à investir dans des titres à maturité courte dans le but de réduire la volatilité de la valeur de marché de leur portefeuille.

(47) Cf P. Artus, « Amplification des cycles : le rôle des facteurs financiers, des rigidités et des anticipations », *Document de travail n° 1991-09/T*, Service des Etudes Economiques et Financières, Caisse des Dépôts et Consignations, 1991.

a priori s'en trouver réduit grâce à un ajustement plus rapide des prix en fonction des déséquilibres s'exprimant sur les marchés. Mais la désinflation dont la flexibilité salariale fut un des facteurs peut avoir des effets déstabilisants, notamment dans le cas de contrats financiers non indexés : la flexibilité des prix peut dans ce cas être source de surprise pour les créanciers et les débiteurs, confrontés à des effets de richesse réelle prononcés et éventuellement mal anticipés. « Cycle salarial » et « cycle financier » interagissent ainsi de manière complexe. Le fonctionnement du marché du travail influence la dynamique « flux-stock » de l'épargne et du patrimoine : d'une part, il décide pour partie, au travers de la détermination des salaires et de l'emploi, de la formation de l'épargne des ménages et des entreprises ; d'autre part son impact sur la trajectoire inflationniste a des conséquences, anticipées et effectives, sur l'évaluation réelle des taux d'intérêt et des encours d'actifs et de passifs. En retour, les tensions internes au système financier et l'équilibrage du marché des fonds prêtables, en concourant à la détermination des taux d'intérêt, influent sur la capacité des entreprises à accéder à un sentier de croissance permettant la résorption du chômage. C'est une question majeure des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix que de savoir si l'interaction d'un marché du travail flexibilisé et d'un marché du capital libéralisé induit un niveau des taux d'intérêt réels limitant le sentier de croissance effectivement accessible aux entreprises, en raison particulièrement des risques anticipés de dérapage des ratios d'endettement : dans le cours de l'expansion conjoncturelle, la productivité marginale des facteurs de production doit couvrir non seulement le coût de ces facteurs mais aussi les coûts associés au risque de faillite ⁽⁴⁸⁾.

« Solidarité patrimoniale » entre entreprises et ménages

Dans une nation riche, une « solidarité patrimoniale » lie les différents agents institutionnels. Le schéma 1 de la première partie qui a été utilisé pour commenter l'interaction des flux d'épargne et d'investissement dans le cycle a son équivalent en termes de comptabilité des stocks d'actifs et de passifs détenus par chaque agent : chaque opération du schéma correspond alors à un poste du bilan de l'agent concerné. Si on agrège ces bilans pour connaître la richesse nationale, en consolidant les relations entre créanciers et débiteurs nationaux, cette richesse ne sera autre que le stock de capital physique dont dispose l'économie (inscrit dans le cas du schéma 1 au seul actif des entreprises, mais c'est une simplification puisqu'on n'a pas tenu compte d'actifs physiques comme le logement, les écoles ou les musées). La répartition de ce patrimoine entre les agents propriétaires « en dernier

(48) Cette prise en compte des risques de faillite est développée par J.E. Stiglitz dans son article « Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies », *European Economic Review*, n° 36, 1992 : « The first central result of our analysis is that firms produce up to the point where...expected marginal returns equal expected marginal bankruptcy costs, which, with risk aversion, will be at a lower level than that at which expected (net) returns are zero ».

ressort » se fait au prorata des stocks d'épargne qu'ils ont respectivement accumulés. Si on lit le schéma 1 comme un schéma où figurent des stocks et non des flux, sa consolidation donne une vision très simple du patrimoine national et de sa répartition entre ménages et entreprises (les banques ne jouant qu'un rôle d'intermédiation) : l'égalité $I = E_e + E_m$ (ou, en prenant des notations plus habituelles pour des stocks : $K = P_e + P_m$, P_i désignant le patrimoine de l'agent i) décrit la répartition du patrimoine national.

Les comptes nationaux ne font pas autre chose pour mesurer le patrimoine national et sa répartition, même s'ils ne peuvent se permettre le simplisme qui est ici de rigueur. En particulier ils doivent tenir compte de l'ouverture de l'économie si bien que le patrimoine national est défini comme « la valeur des actifs non financiers détenus par les unités résidentes, majorée des actifs financiers de ces unités vis-à-vis d'unités non résidentes et diminuée des passifs financiers contractés par les unités résidentes auprès d'unités non résidentes »⁽⁴⁹⁾. Ce patrimoine, s'il est mesuré net de sa dépréciation, se répartit entre agents selon leurs « valeurs nettes indépendantes » respectives, qu'on peut assimiler en principe, abstraction faite de problèmes complexes de mesure, à leurs stocks d'épargne nette respectifs. Il apparaît alors que les ménages détiennent « en dernière instance » la plus grande part du patrimoine national. En 1988, les ménages français détenaient 75,2 % du patrimoine national, 16,6 % l'étaient par les sociétés et quasi-sociétés, 8,6 % par les administrations publiques. La part détenue par les ménages a au demeurant grandi durant les années quatre-vingt puisqu'elle n'était que de 63,1 % en 1980. Evolution a priori paradoxale quand on sait que la part de l'épargne des ménages dans l'épargne nationale a décliné sur la même période.

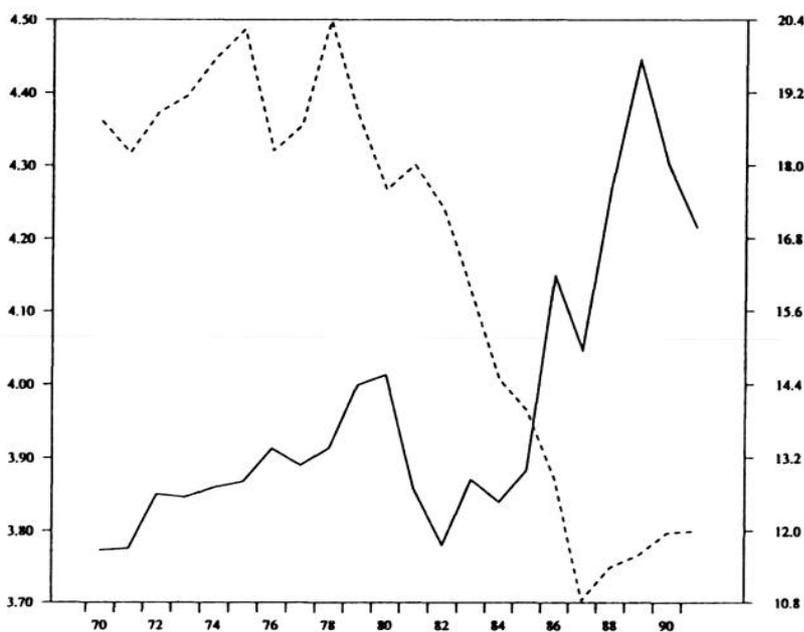
Ce paradoxe apparent soulève un point crucial. Les ménages détiennent une part importante du patrimoine national au travers des titres de dette publique dont ils sont porteurs et des droits de propriété qu'ils possèdent sur les entreprises : ce n'est pas une simple relation comptable mais une véritable relation contractuelle établie sur un marché. Les droits de propriété sur les entreprises, comme les actions, font l'objet d'une évaluation de marché qui va influencer la répartition de la valeur du patrimoine national et, en conséquence, le comportement des agents. La valeur de leur patrimoine que les ménages prennent en compte dans leurs décisions d'épargne incorpore la valeur de marché des droits de propriété possédés. Si cette valeur est par exemple menacée, ménages et entreprises sont cependant affectés simultanément puisque les droits de propriété dont disposent les premiers sont constitutifs pour partie des fonds propres des secondes. Un raisonnement partiel — attendant de la dévalorisation plus ou moins prononcée du patrimoine financier des ménages une remontée de leur effort d'épargne pour parer à cette dévalorisation — a alors de grandes chances d'être pris en défaut par la complexité des interdépendances entre les situations financières des différents agents : les entreprises risquent fort de réagir à une dévalorisation de leurs fonds propres, qui leur fait ressentir plus durement leur endettement, par des comportements restrictifs défavorables au revenu des ménages et, par là, à leur épargne. Les institutions financières

(49) Cf INSEE, « Comptes et indicateurs économiques, Rapport sur les comptes de la Nation 1990 », 1991, p.341.

ne sont pas en dehors de ce jeu-là et souffriront également des dévalorisations touchant leurs produits de placement, en raison de leur degré d'insertion sur les marchés financiers. A terme, la condition d'un dynamisme de l'épargne des ménages réside sans doute largement dans la confiance qu'accordent ceux-ci, non seulement en tant qu'actionnaires mais aussi et peut-être surtout en tant que salariés, au développement efficace des entreprises, car un tel développement est garant du flux de revenus dont ils peuvent disposer ⁽⁵⁰⁾.

Cycle patrimonial et taux d'épargne des ménages

Quel est donc le rapport de l'évolution du taux d'épargne des ménages avec un éventuel « cycle patrimonial » ? Le graphique 19, qui rapproche les évolutions respectives du taux de patrimoine net des ménages français (patrimoine net / revenu disponible brut) et de leur taux d'épargne (épargne brute / RDB) incite à creuser cette question, bien qu'il force la note en trichant quelque peu sur les échelles (il associe à 10 points de revenu, côté patrimoine, près de 2 points de revenu, côté épargne). Son interprétation n'est pas immédiate puisque la relation entre patrimoine et épargne est à double sens : l'épargne contribue à l'accumulation patrimoniale, qui en est la motivation fondamentale, et le patrimoine constitué influence en retour le comportement d'épargne. Tout au plus peut-on remarquer, sur le graphique 19, que le taux d'épargne et le taux de patrimoine paraissent manifester, sur l'ensemble de la période, une corrélation inverse et décalée.



19. Taux d'épargne et ratio de patrimoine net des ménages

— ratio de patrimoine net (échelle de gauche, en multiple du revenu annuel)
 ---- taux d'épargne (échelle de droite, en % du RDB)

Sources : INSEE, calculs OFCE.

(50) Pour un argumentaire développant cette idée, voir P. Sigogne, « Efficacité du capital et épargne », *Lettre de l'OFCE*, n°73, 30 mars 1990.

De l'épargne au patrimoine

Le patrimoine net dont il est question ici est un patrimoine nominal, mesuré aux prix courants, qui regroupe aussi bien les actifs financiers que non financiers (les terrains et logements étant la composante principale de ces derniers) . Il est « doublement » net : d'une part, la dépréciation (obsolescence ou usure économique) des actifs fixes reproductibles est déduite de leur valeur ; d'autre part la valeur des passifs financiers (l'endettement) est défalquée de la valeur globale des actifs. Ce patrimoine et ses composantes sont désormais mesurés par les comptables nationaux de l'INSEE qui ont publié des séries annuelles couvrant la période 1970-1988. L'auteur de l'article a pratiqué une actualisation grossière de la valeur du patrimoine net pour les trois années 1989 à 1991, en utilisant les relations comptables qui rattachent le patrimoine à l'épargne.

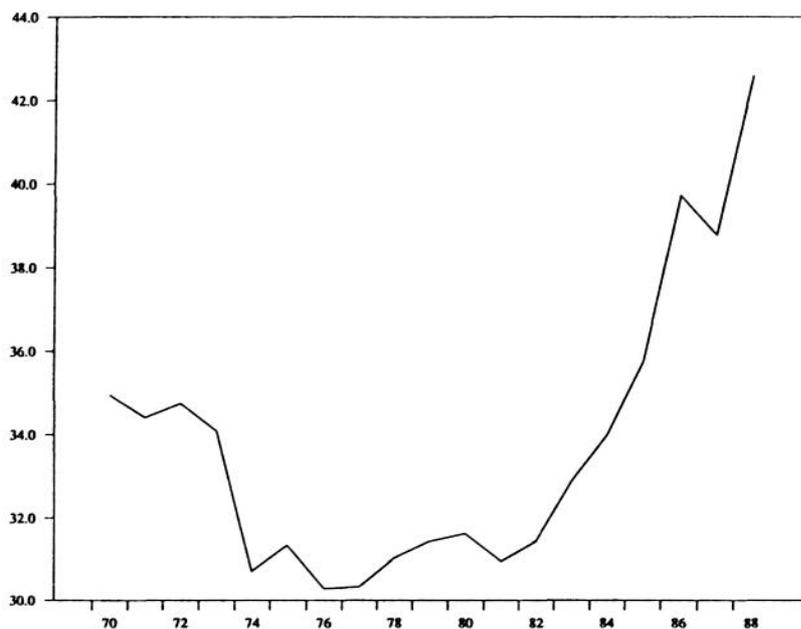
La variation ΔA du patrimoine nominal net A des ménages peut en effet être considérée, de manière simplifiée pour s'en tenir à l'essentiel, comme la somme de trois termes : leur épargne brute tirée du revenu courant E , la dépréciation D de ce patrimoine (son obsolescence ou usure économique) et sa réévaluation P (positive ou négative) consécutive aux variations de prix des actifs et passifs : $\Delta A_t = A_t - A_{t-1} = E_t - D_t + P_t$, le patrimoine étant mesuré en fin de période. Cette équation comptable peut être réécrite comme suit, en notant respectivement par α , δ et π les taux de croissance, de dépréciation et de réévaluation du patrimoine :

$$\alpha_t = E_t / A_{t-1} - \delta_t + \pi_t(1)$$

Cette équation décompose le taux de croissance patrimonial en trois contributions, provenant respectivement de l'épargne courante, de la dépréciation économique et de la réévaluation nominale des actifs et passifs. Elle a été utilisée pour actualiser la valeur du patrimoine net sur les trois années 1989 à 1991 : l'épargne E est connue par les comptes nationaux ; le taux de dépréciation δ varie peu et peut être extrapolé simplement ; le taux de réévaluation du patrimoine peut être approximé par la pondération des variations de prix observées des actifs qui entrent dans la composition du patrimoine (principalement logements, terrains, obligations et actions), en s'efforçant de respecter la méthodologie des comptables patrimoniaux eux-mêmes ⁽⁵¹⁾. Dans le repli ainsi estimé du ratio de patrimoine en 1990 et 1991 après la pointe de 1989, le mouvement de prix des actions a un rôle prédominant : le cours des actions, après s'être réévalué de 41,2 % en 1989 en moyenne annuelle (d'après l'indice général du cours des valeurs françaises), a faiblement augmenté en 1990 (+ 1,25 %) puis s'est replié en 1991 (- 6,3 %). Ces chiffres sont à comparer à la chronique des variations du RDB nominal des ménages sur ces mêmes années (+ 6,9 %, + 6,8 %, + 4,8 %). Les fluctuations des cours des obligations (- 0,2 %, - 6 %, + 4,6 %), qui tiennent une place plus réduite dans le patrimoine des ménages, ont très

(51) Cf la note « Compte de patrimoine en base 1980 : présentation générale », note INSEE, Division « Concepts et définitions statistiques et comptables », n° 59/D220, 8 juillet 1991.

partiellement compensé celles des actions ⁽⁵²⁾. Il est possible que les méthodes des comptes patrimoniaux surestiment l'impact de la variation des cours d'actions sur la valeur du patrimoine boursier des ménages (les actions non cotées sont évaluées comme les actions cotées) mais comme le reproche inverse peut leur être adressé en ce qui concerne le patrimoine immobilier, en raison de la carence d'indices de prix adéquats, le biais conséquent sur l'évaluation du patrimoine net en est diminué, compte tenu de la corrélation conjoncturelle entre les cours boursiers et les prix de l'immobilier.



20. Part des actifs financiers dans le patrimoine brut des ménages (%)

Sources : INSEE, calculs OFCE.

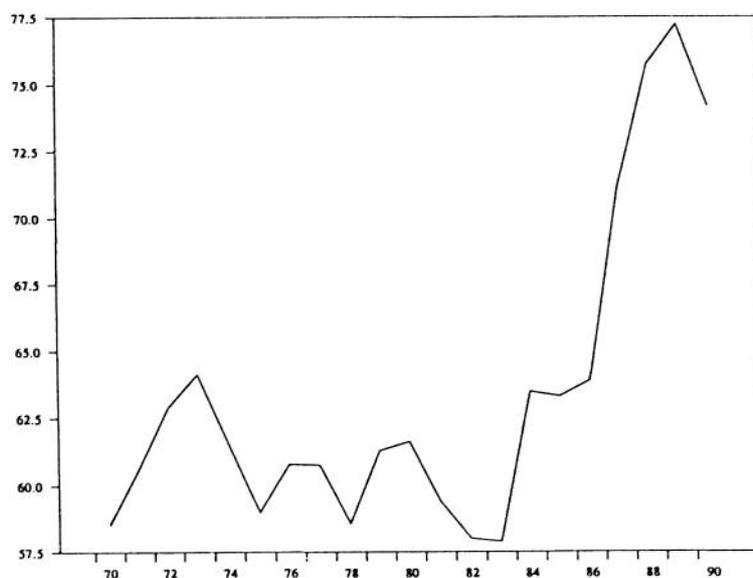
Le ratio de patrimoine net subit des fluctuations significatives, qui ne sont pas sans rapport avec le cycle conjoncturel : il enregistre un pic en 1980, qui clôture une lente dérive haussière sur la décennie soixante-dix (mais un gain de 20 points de revenu entre 1971 et 1980, ce n'est pas négligeable !). Ce ne sont pas alors les actifs financiers qui sont principalement porteurs, puisque leur part dans le patrimoine brut (identique à la somme du patrimoine net et des passifs financiers) s'est réduit sur l'ensemble de la décennie soixante-dix (graphique 20). Les ménages restent sages également en matière d'endettement (graphiques 21 et 22) puisque la stabilité du rapport de l'endettement au RDB (passifs financiers/RDB) s'accompagne d'une baisse du rapport de l'endettement au patrimoine brut (passifs financiers / patrimoine brut). L'enrichissement des ménages est alors concentré sur l'immobilier. Le ratio de patrimoine net se replie sensiblement au cours de la phase récessive du début des années quatre-vingt, jusqu'à retrouver son niveau du début des années soixante-dix, en liaison avec le repli prononcé du taux d'épargne : les ménages, plutôt forcés que volontaires, se détournent

(52) En 1988, le logement représentait 50% du patrimoine net des ménages, les autres actifs non financiers 18%, les actions et autres participations 20%, les obligations 3% et les 9% restants correspondaient aux autres actifs financiers nets des passifs financiers.

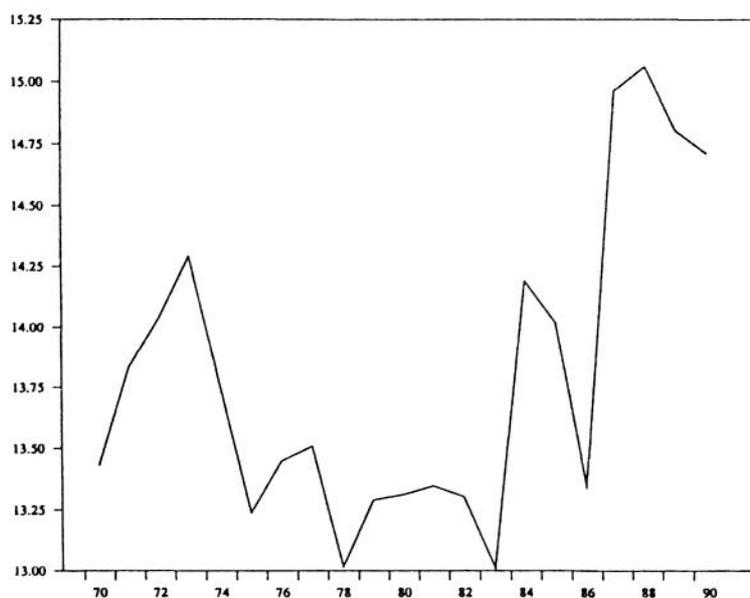
de l'accumulation patrimoniale. La hausse du taux de patrimoine se réamorce lentement à partir de 1983 puis accélère violemment de 1985 à 1989, à peine interrompue par le krach boursier de 1987. C'est le repli présumé des deux années 1990 et 1991, conjoint au retournement conjoncturel, qui marquerait le terme de ce second cycle patrimonial.

Le contenu de l'accumulation patrimoniale, au cours des années quatre-vingt, est différent de celui qui prévalait durant la décennie précédente : ce sont désormais les actifs financiers qui sont porteurs (graphique 20), même si le recours également accru à l'endettement modère l'enrichissement financier net. Cet endettement doit être apprécié à sa juste ampleur : il est

21. Taux d'endettement des ménages, en proportion de leur revenu disponible brut (%)



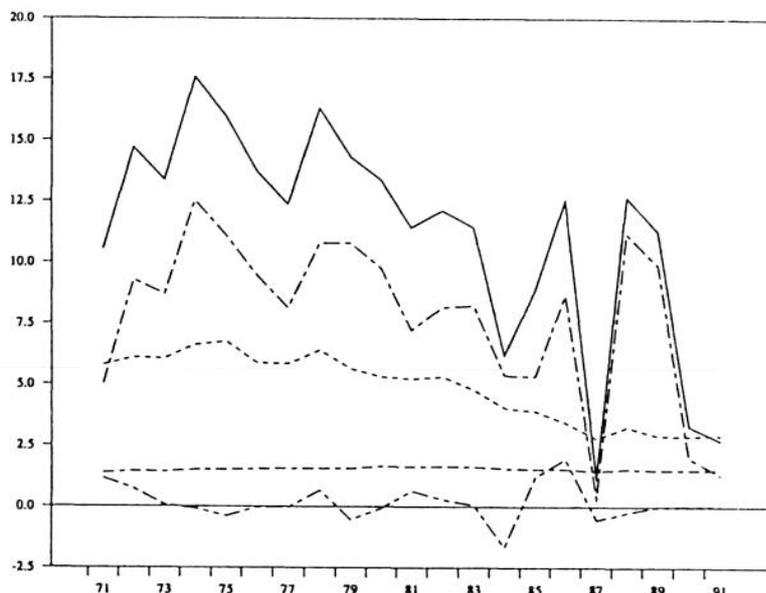
22. Taux d'endettement des ménages, en proportion de leur patrimoine brut (%)



Sources : INSEE, calculs OFCE.

plus spectaculaire lorsqu'il est rapproché du RDB que lorsqu'il l'est du patrimoine brut. En se livrant à une « comptabilité des ordres de grandeur », on pourrait dire qu'entre 1985 et 1988 (pour s'en tenir aux années observées par les comptes de patrimoine) les ménages enregistrent un supplément de patrimoine brut, relativement à leur revenu annuel de 1988, équivalant à près de 2 000 milliards de Francs (soit environ 50 % de ce revenu...) : 1500 milliards restent en patrimoine net et 500 Milliards correspondent à la hausse de l'endettement. L'enrichissement des ménages couvre largement leur endettement mais a-t-on le droit de dire que l'enrichissement des nouveaux rentiers couvre l'endettement des nouveaux débiteurs ?

Ce chiffrage stylisé ne pourrait dédramatiser, au moins sur un plan macroéconomique (c'est-à-dire abstraction faite des différenciations sociales entre ménages rentiers et débiteurs), le problème de l'endettement des ménages que s'il ne posait pas question quant à la stabilité de la valeur du patrimoine des ménages. L'évolution des années 1990 et 1991 aiguise la portée de cette question, tout comme les inquiétudes suscitées en 1992 par l'effondrement boursier de Tokyo et par les doutes qui portent sur les autres places boursières. L'observation de la décomposition du taux de croissance patrimonial proposée par l'équation 1 permet de préciser les données historiques (graphique 23) : la contribution de l'épargne à l'accumulation du patrimoine national décroît tendanciellement après 1975 pour se stabiliser à la fin de la décennie quatre-vingt à un niveau faible. La contribution de la dépréciation économique (représentée positivement mais à soustraire) est inerte et, abstraction faite d'un terme d'ajustement comptable qu'on n'a pas



23. Contributions au taux de croissance nominal du patrimoine net (%)

- _____ taux de croissance nominal du patrimoine net (α)
- contribution de l'épargne courante (E/A_{-1})
- - - - contribution de la réévaluation nominale (π)
- . - . - contribution de la dépréciation économique (δ), à soustraire
- - - - ajustement

Sources : INSEE, calculs OFCE.

fait figurer dans l'équation 1 mais nécessaire à l'équilibrage des comptes nationaux, la contribution de la réévaluation des actifs finit par expliquer une part de plus en plus importante de l'accumulation du patrimoine nominal. Faut-il parler, pour les années quatre-vingt, « d'enrichissement sans cause », à la manière des juristes ? Y-a-t-il le risque d'une « illusion patrimoniale », voire statistique? La décomposition offerte par l'équation 1 a cependant une lecture rendue difficile par l'évolution sous-jacente du niveau général des prix. La désinflation globale des années quatre-vingt s'inscrit évidemment dans la tendance baissière de la courbe du taux d'accumulation nominale et altère sa lisibilité pour qui n'entend pas céder à l'illusion monétaire.

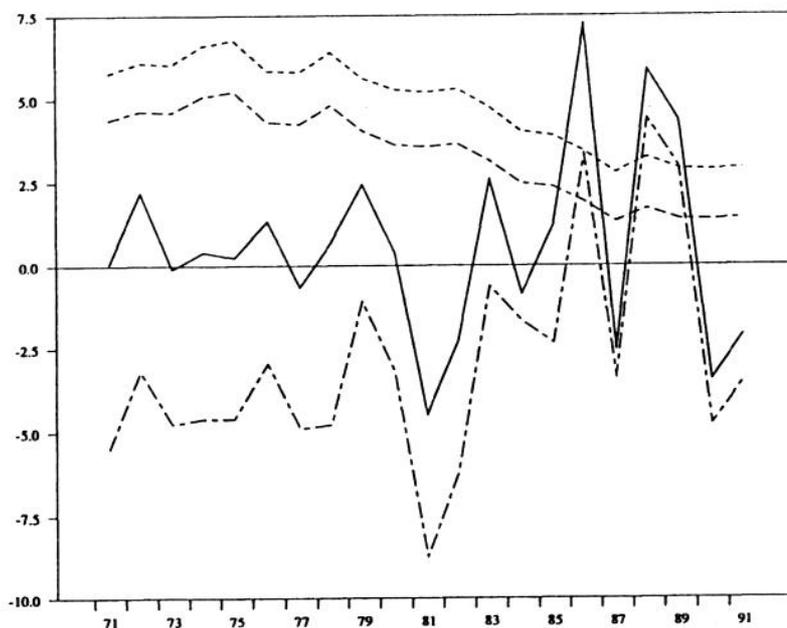
On peut éviter ce travers en prenant naturellement comme « déflateur » du patrimoine net le revenu nominal, ce qui revient à transformer l'équation 1 en une équation explicative de la variation du taux de patrimoine net. Si on fait apparaître le taux de croissance ρ du revenu R , le taux d'épargne η (E/R) et le ratio a du patrimoine au revenu (A/R), l'équation (1) devient :

$$\alpha_t - \rho_t = [(\eta_t / a_{t-1})(1 + \rho_t) - \delta_t] + [\pi_t - \rho_t] \quad (2)$$

L'excès de la croissance du patrimoine sur celle du revenu s'explique par deux composantes :

*une composante liée au flux d'épargne nette de la dépréciation économique, qu'on pourrait appeler taux d'accumulation économique du patrimoine.

24. Ecart entre taux de croissance nominaux du patrimoine net et du revenu et contributions à cet écart (%)



- écart entre taux de croissance du patrimoine et du revenu ($\alpha - \rho$)
- - - - - contribution de l'épargne courante ($(\eta/a_{t-1})(1 + \rho)$)
- . - . - contribution de l'épargne courante nette de la dépréciation économique, ou taux d'accumulation économique du patrimoine ($(\eta/a_{t-1})(1 + \rho) - \delta$)
- . . . - contribution de la réévaluation relative du patrimoine ($\pi - \rho$)

Sources : INSEE, calculs OFCE.

*une composante correspondant à l'excès du taux de réévaluation du patrimoine sur la croissance du revenu nominal.

Le graphique 24 représente ce partage entre les deux composantes (avec aussi la présence de la contribution de la seule épargne brute, soit $(h_t / a_{t-1}) (1 + r_t)$). Sur la décennie soixante-dix, en moyenne période, l'épargne fait plus que compenser la dépréciation économique et la dévaluation nominale (appréciée relativement au rythme de croissance du revenu nominal) du patrimoine. La décennie quatre-vingt sera différente : l'enrichissement des ménages, relativement à leur revenu courant, passe moins par une épargne active et plus par des plus-values patrimoniales mais c'est une tendance très irrégulière, hâchée en particulier par les retombées boursières. La décennie quatre-vingt-dix s'ouvre dans un contexte incertain : l'apport de l'épargne à l'accumulation patrimoniale s'est stabilisée à un niveau bas et cette accumulation n'est plus tirée pour le moment par les plus-values boursières, sans qu'il y ait eu cependant de catastrophe financière.

Du patrimoine à l'épargne

Comment le patrimoine constitué influence-t-il le comportement d'épargne ? On peut a priori songer à des comportements simples de la part des épargnants, qui pourraient néanmoins conduire à une sensibilité du taux d'épargne plus prononcée que ce que donne à observer la réalité. Par exemple si les ménages cherchaient à stabiliser la « valeur acquise » de leur patrimoine, rapportée à leur revenu, c'est-à-dire à défendre tout accroissement relatif de leur patrimoine (« toujours plus! »), un tel comportement aurait des conséquences fortes sur leur taux d'épargne. Partant d'un niveau acquis a_0 du taux de patrimoine pour se placer sur un sentier de croissance régulière où ce taux et les autres paramètres sont stabilisés, on peut résoudre l'équation 2 en fonction du taux d'épargne η :

$$\eta = a_0 (\rho + \delta - \pi) / (1 + \rho) \quad (3)$$

Si les ménages avaient l'objectif de stabiliser leur patrimoine rapporté au revenu, ils chercheraient à respecter cette équation et proportionneraient leur effort d'épargne à la valeur acquise du ratio de patrimoine a_0 , en tenant compte des évolutions relatives du revenu nominal et du prix des actifs. Si des pertes relatives étaient enregistrées sur ces derniers, il faudrait les couvrir par une épargne supplémentaire : le taux d'épargne « nécessaire à l'entretien du patrimoine » en serait affecté. Ce taux serait plus élevé dès lors que le ratio de patrimoine se situerait sur un palier plus élevé et qu'éventuellement la réévaluation des actifs se ferait à un rythme inférieur à la progression du revenu nominal (ce qui ne signifie pas obligatoirement des évolutions catastrophiques : il suffirait, en cas de gains du pouvoir d'achat nominal, que le prix moyen des actifs évolue comme l'indice des prix à la consommation). De fait le taux d'épargne a connu une reprise modérée à partir du début 1988, après une longue période de baisse, et cette reprise, bénéficiant d'un effet

revenu favorable, a pu également avoir pour explication partielle le désir de stabiliser dans un contexte incertain le niveau du ratio de patrimoine, désormais plus élevé mais fragile (comme l'avait montré la retombée provisoire de 1988 consécutive au krach boursier de 1987). S'ils cherchaient à maintenir ce ratio, les ménages pourraient consommer leurs plus-values mais devraient épargner pour compenser les moins-values sur les actifs. Un tel comportement d'épargne serait très sensible à la perception ou à l'anticipation de ces plus ou moins-values. Les économètres ne mettent pas en évidence, généralement, une telle sensibilité ⁽⁵³⁾. Il n'est pas dit en effet que les ménages (concernés) prennent « l'enrichissement sans cause » des années quatre-vingt pleinement au sérieux et cherchent à tout prix à le maintenir. Quelle valeur « objective » faut-il attribuer à la hausse du ratio de patrimoine après 1985 ?

Pour cerner les réponses possibles à cette question, une brève incursion économétrique est utile, au travers d'un modèle explicatif du comportement d'épargne des ménages, incorporant les effets de patrimoine à court et moyen terme. L'encadré qui suit décrit ce modèle et présente les résultats de son estimation.

La prise en compte des effets patrimoniaux dans l'explication du comportement d'épargne des ménages

Le modèle proposé considère qu'à long terme la consommation désirée C^* obéit à une fonction simple du patrimoine réel A/p et du revenu réel R/p (p est le niveau général des prix) ^(E1) : $C^* = k (R/p)^\beta (A_{-1}/p_{-1})^{1-\beta}$

A ce comportement de long terme se surajoutent des effets de court terme : prise en compte partielle de la variation réelle de l'endettement ($\Delta D/p$) et des plus-values réelles (P/p) dans un concept de revenu élargi ; comportement d'encaisses réelles, recherchant la reconstitution de ces encaisses lorsqu'elles sont dévalorisées par la hausse du niveau général des prix. La consommation réelle désirée obéit finalement à l'équation suivante :

$$\log(C^*) = \beta_0 + \beta_2 \log((R + \beta_3 \Delta D + \beta_4 P)/p) + (1 - \beta_2) \log(A_{-1}/p_{-1}) + \beta_5 \log(p/p_{-1}) \quad (4)$$

(53) La recherche de relations de cointégration, c'est-à-dire de relations d'équilibre de long terme, entre épargne, revenu et patrimoine ne paraît pas fournir, sur les données françaises des vingt dernières années, de résultat très probant. Une approche qui mise sur la mise en évidence de telles relations pour illustrer un modèle de revenu permanent avec anticipations rationnelles semble, faute de tests suffisamment positifs, laisser plutôt indéterminé le comportement d'épargne à long terme : cf L. Bloch, F. Maurel, « Consommation-revenu permanent : un regard d'économètre », *Economie et Prévision*, n°99, 1991-3. Peut-être le « chaînon manquant » pourrait-il renvoyer à la nécessité de prendre en compte, dans la formation de l'épargne des ménages, un cycle du revenu qui ne soit pas réductible aux simples effets apparents d'une suite d'aléas stationnaires.

La consommation effective s'ajuste à l'équation désirée par un processus classique :

$$\log C = (1 - \beta_1) \log C^* + \beta_1 \log C_{-1} \quad (5)$$

Combinant les équations 4 et 5 et la définition du taux d'épargne ($\eta = 1 - pC/R$), on parvient à une explication explicative de ce taux ^(E2) :

$$\eta = \beta_1 \eta_{-1} + (1 - \beta_2(1 - \beta_1)) \log[(R/p)/(R_{-1}/p_{-1})] - (1 - \beta_1) \beta_2 \log(1 + \beta_3 \Delta D/R + \beta_4 P/R) - (1 - \beta_1) (\beta_0 + \beta_5 \log(p/p_{-1}) + (1 - \beta_2) \log a_{-1}) \quad (6)$$

où le ratio a , on le rappelle, est le ratio de patrimoine net A/R .

L'équation 6, estimée en prenant en compte la totalité du patrimoine net et non sa seule composante financière (comme dans le cas des estimations présentées dans le rapport *Economie mondiale 1990-2000*), donne les résultats suivants sur la période de disponibilité des comptes de patrimoine (1971-1988) ^(E3) :

$\beta_0 = -0.336$ (1.6)	$R^2 = 0.98$
$\beta_1 = 0.605$ (8.8)	$DW = 2.05$
$\beta_2 = 0.797$ (5.6)	$SEE = 0.0057$
$\beta_5 = -1.020$ (7.9)	

Les coefficients β_3 et β_4 n'apparaissent pas significatifs et sont donc exclus de l'équation finalement estimée, dont les résultats sont présentés ci-dessus. C'est habituel pour l'effet de court terme des plus-values patrimoniales, toujours difficile à mettre en évidence. En revanche l'apparition d'un effet de long terme sensible du ratio de patrimoine sur le taux d'épargne ($1 - \beta_2 = 0,2$) ^(E4) va de pair avec l'absence de significativité d'un effet spécifique d'endettement ($\beta_3 = 0$) : en effet le ratio de patrimoine retenu est un résumé synthétique de la situation patrimoniale des ménages, puisqu'il concerne le patrimoine net et qu'un endettement accru diminue ce dernier, toutes choses égales par ailleurs. L'influence du patrimoine sur l'épargne est modérée mais nette : à long terme une hausse de 10 points du ratio de patrimoine net (en proportion du RDB, ce qui représente, si le patrimoine équivaut à environ 4 années de revenu, une hausse de 2.5 % de ce ratio) entraîne une baisse de 0.5 points du taux d'épargne. A court terme, la baisse n'est que de 0.2 points. Les autres coefficients prennent des valeurs proches des valeurs habituellement enregistrées. Le coefficient β_5 n'est pas significativement différent de 1 : à terme les ménages reconstituent complètement leur capacité d'épargne réelle pour faire face à une dérive inflationniste.

(E1) Ce modèle est emprunté aux auteurs du rapport « Economie mondiale 1990-2000 » qui le présentent et le testent à des fins de comparaison internationale. Cependant leurs estimations, compte tenu des données disponibles dans ce cadre, n'incorporent que les seuls effets du patrimoine financier. L'estimation présentée ici dans le cas de la France prend en compte le patrimoine global, ce qui est logique si on veut expliquer la formation d'un taux d'épargne qui incorpore l'investissement en logement.

(E2) La variable exactement expliquée n'est en fait pas η mais, afin d'éviter toute approximation à partir de la spécification initiale, très exactement $-\log(1-\eta)$.

(E3) L'estimation a été pratiquée par les moindres carrés non linéaires.

(E4) L'estimation présentée pour la France dans le rapport « Economie mondiale 1990-2000 » concluait à une valeur de β_2 non significativement différente de 1, ce qui excluait les effets patrimoniaux de long terme.

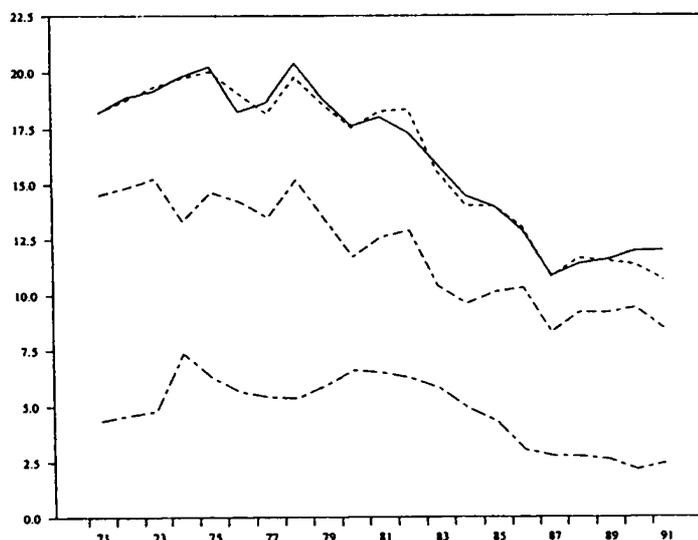
Le graphique 25 présente sur l'ensemble de la période 1971 à 1991 une décomposition du mouvement du taux d'épargne simulé par l'équation 6 estimée en deux contributions, notées cont1 et cont2

$$\text{cont1} = \beta_1 \eta_{t-1} + (1 - \beta_2(1 - \beta_1)) \log[(R/p)/(R_{t-1}/p_{t-1})]$$

$$\text{cont2} = -(1 - \beta_1) (\beta_0 + \beta_5 \log(p/p_{t-1}) + (1 - \beta_2) \log a_{t-1})$$

Cette décomposition empirique peut être rapprochée de celle qui a été proposée pour représenter le cycle spécifique du taux d'épargne (schéma 2), dont on peut considérer qu'elle constitue une « proxy ». La première contribution regroupe les facteurs explicatifs du taux d'épargne qui sont par construction plutôt coïncidents (à un an près) avec le cycle du revenu : effets d'inertie et de revenu ; la seconde ^(E5) regroupe les facteurs dont le décalage avec le cycle du revenu est a priori plus contingent : effets de l'inflation et du patrimoine. Cette seconde contribution pourrait être appelé « épargne de précaution » mais elle ne traduit pas seulement un comportement de court terme : elle vise certes à protéger les encaisses réelles devant l'inflation courante mais aussi à assurer la reproduction de la valeur du patrimoine. C'est plutôt une « épargne de reconstitution du patrimoine ». Le graphique 25 montre que ces deux composantes connaissent des fluctuations qui peuvent être opposées et décalées. Ainsi, en 1979-1980, la baisse prononcée du taux d'épargne, s'expliquant par un effet-revenu très défavorable dans le contexte économique de l'époque, a été freinée par les efforts de reconstitution du patrimoine : la dégradation du ratio de patrimoine et l'ampleur de l'inflation incitaient conjointement à ces efforts. Le taux d'épargne global baisse dans la récession mais la composante « précaution » se redresse. Les années suivantes, jusqu'en 1987, la convergence de la rigueur, de la désinflation et d'un gonflement du patrimoine grâce aux plus-values font que les deux composantes jouent dans le même sens, à la baisse, sur le taux d'épargne.

E. 25. Contributions au taux d'épargne des ménages observé et ajusté (%)



- taux observé
- taux ajusté
- - - - contribution des effets d'inertie et de revenu
- . - . contribution des effets d'inflation et de patrimoine

Sources : INSEE, calculs et estimation OFCE.

(E5) La constante de l'équation a été regroupée avec la seconde composante uniquement pour faciliter la représentation graphique.

Ainsi, il semble, au vu des résultats du modèle économétrique proposé, que les ménages prennent en compte, quoique partiellement et lentement, la valeur de leur patrimoine pour définir leur objectif d'épargne. Dans une période où la valeur acquise de ce patrimoine est menacée par des risques de dévalorisations boursières, ce comportement peut favoriser le développement d'une épargne de précaution ou de « reconstitution du patrimoine », qui peut, plus ou moins, contrecarrer la baisse du taux d'épargne entraînée par la dégradation du revenu. Il n'est pas exclu qu'un tel mécanisme joue depuis 1990, contribuant ainsi à une bonne tenue du taux d'épargne dans la récession et illustrant le schéma 2 proposé au départ. Un tel raisonnement est cependant partiel, on l'a vu, et doit être relativisé par la prise en compte de l'impact de la situation financière des entreprises sur les ressources dont peuvent espérer bénéficier les ménages.

Entreprises : l'anti-neutralité des structures financières

Résultats ambivalents de la restructuration des bilans : sous la valorisation boursière, de nouveaux excès d'endettement ?

Le cycle des années quatre-vingt aura été l'occasion d'une restructuration des bilans, jugés déséquilibrés par les excès de l'économie d'endettement antérieure. Les entreprises françaises ont globalement amélioré leur position en fonds propres et en capitaux permanents et se sont rapprochées des standards internationaux en la matière ⁽⁵⁴⁾ — si tant est que de tels standards existent en raison de la diversité des règles et conventions qui ordonnent dans le monde les rapports des entreprises avec leurs actionnaires et créanciers. Cette restructuration des bilans a connu une périodisation associée aux inflexions conjoncturelles et aux innovations financières : si le rééquilibrage du bilan en direction des ressources longues a été très sensible jusqu'en 1985, les années suivantes ont vu un nouveau recours des entreprises à des ressources courtes nécessitées par l'accroissement des besoins de roulement et rendues avantageuses par le développement des innovations financières (comme les billets de trésorerie). Cette restructuration est restée très partielle pour les PME. Celles-ci étaient grevées, au départ des années quatre-vingt, d'un endettement plus lourd que la moyenne des entreprises et leur désendettement ultérieur a été plus limité. Elles restent insuffisamment capitalisées et souffrent d'un coût du crédit qui reste sensiblement plus élevé que pour les grandes entreprises ; leur accès aux innovations financières permettant l'ouverture du capital est encore limité. L'appréciation rationnelle et équitable des risques réels demeure très imparfaite dans les années

(54) Voir par exemple, pour des éléments de comparaison internationale à partir des données de panel, l'étude de J.L.Bricout, « Le financement des entreprises dans la décennie 1980 », communication présentée à la 16^{ème} Journée des Centrales de Bilans (26 novembre 1991).

quatre-vingt. Il est probable que certaines innovations financières ont induit des biais dans la sélection des projets d'investissement.

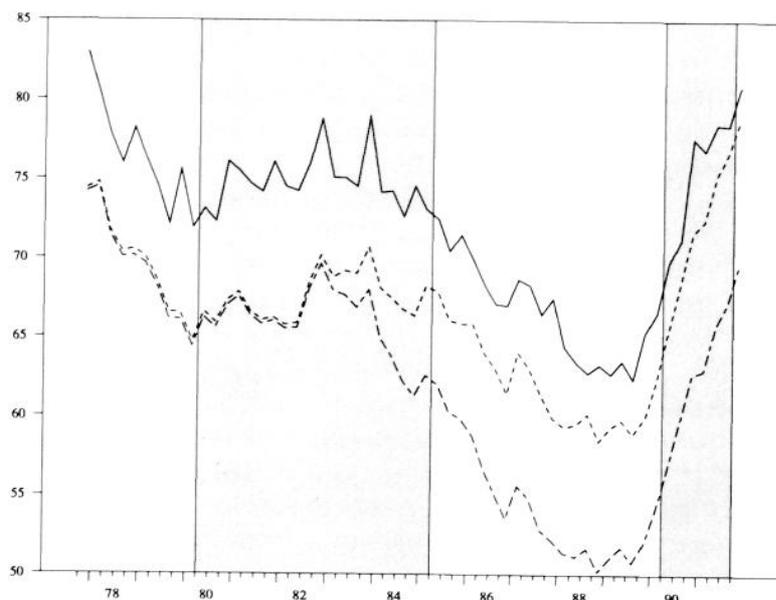
Le développement des études sur données individuelles permet de percevoir la diversification des stratégies d'entreprises au cours des années quatre-vingt ⁽⁵⁵⁾. Une polarisation un peu simpliste pourrait opposer les stratégies offensives de redressement industriel, qui continuent fréquemment à s'appuyer sur un recours au crédit anticipant le débouché de ce redressement sur une croissance profitable, aux stratégies d'assainissement financier par rationalisation et sous-investissement. Ces dernières peuvent d'ailleurs améliorer sensiblement les performances de rentabilité financière tandis que les premières, en cas d'échec toujours possible, peuvent susciter de nouvelles contraintes de solvabilité, voire des défaillances : l'excès d'endettement au regard des normes courantes de solvabilité reste une raison première de défaillance ⁽⁵⁶⁾. L'affirmation d'un comportement actif de placements financiers n'a pas la même signification dans les deux cas : dans le premier, les placements financiers sont plutôt complémentaires à l'effort d'investissement productif, qu'il s'agisse d'une gestion optimisée de la trésorerie ou d'efforts de croissance externe ; dans le second, ils s'y substituent plutôt et la composante spéculative devient plus sensible. Cette double dimension — complémentarité et substitution avec l'accumulation productive — du comportement actif de placement financier des entreprises au cours des années quatre-vingt est perceptible dans nombre d'études sur données individuelles, avec un accent mis sur l'une ou l'autre dimension selon les cas ⁽⁵⁷⁾.

Sans doute ne faut-il voir dans cette opposition de deux types de stratégies que les pôles extrêmes d'une gamme en réalité beaucoup plus nuancée de situations et de stratégies d'entreprises. Même ainsi relativisé, ce dualisme microéconomique a contribué à forger la configuration macroéconomique des années quatre-vingt, spécialement durant la phase d'expansion de la seconde moitié de la décennie : d'une part, la remontée du taux

(55) La multiplication des études sur données individuelles d'entreprises depuis quelques années, dont un bon aperçu annuel est fourni par la Journée des Centrales de bilans, a pour contrepartie la grande difficulté à synthétiser leurs enseignements : il n'est pas facile, lorsque les conclusions de ces études sont diverses, de faire la part entre ce qui revient aux différences d'échantillonnage, de méthodes et de points de vue adoptés par les auteurs. Dans ce paragraphe, on s'inspire notamment de l'étude citée de J.L. Bricout (1991). L'intérêt de cette étude est en effet d'exploiter un échantillon très large, tiré des fichiers de l'INSEE : 250 000 entreprises de l'industrie, des services et des commerces sur la période 1980-1989.

(56) Cf C. Bordes, J. Melitz, « Endettement et faillites d'entreprises en France », INSEE, Miméo, 1989.

(57) Argumentent plutôt pour la complémentarité : M. Fried, O. Gaudry, « La politique de placements financiers des entreprises industrielles », Crédit National, *Communication présentée à la 12^{ème} journée des Centrales de bilans*, Paris, novembre 1987 ; D. Szpiro, A. Epaulard, « Placements financiers, endettement et désendettement des firmes : y-a-t-il un arbitrage ? », Banque de France et Ecole Centrale, septembre 1989 ; J.P. Chauffour, « Arbitrage investissement-productif-investissement financier et choix de portefeuille des entreprises en France : une approche par la théorie de la cointégration », *mémoire de magistère d'économie*, Université de Paris I, octobre 1989. Par contre l'étude citée, plus récente et bénéficiant d'un très large échantillon, de J.L. Bricout montre le poids, sur l'ensemble de la décennie, d'une population d'entreprises plaçant les fonds libérés par la rationalisation et le sous-investissement.



26. Taux d'endettement des entreprises (SQS) en proportion de leur valeur ajoutée (%)

— taux d'endettement net en crédits à court, moyen et long terme
 - - - - - taux d'endettement net des liquidités disponibles
 - . - . - - - - - taux d'endettement net des liquidités et des placements en OPCVM

Sources : INSEE, Banque de France, calculs OFCE.

d'endettement des entreprises à partir de 1988-1989, associée à une volonté d'expansion retrouvée (graphique 26) ⁽⁵⁸⁾, s'est avérée assez vite un facteur de vulnérabilité dans la situation de taux d'intérêt réels élevés et rigides ; d'autre part, le jeu des marchés financiers a pu surévaluer les perspectives de croissance rentable de firmes ayant réduit leur endettement et amélioré leur rentabilité financière par ajustement « négatif » et sous-investissement. Auquel cas le redémarrage de l'endettement des entreprises et l'expansion des marchés financiers, spécialement de la capitalisation des marchés boursiers, ne témoigneraient pas tant d'un équilibre dynamique entre les divers modes de financement d'une croissance retrouvée que des risques d'excès corrélés d'endettement et de valorisation des titres : on aurait alors non pas la neutralité des structures de financement au sens de Modigliani-Miller mais une « anti-neutralité », au sens où la concurrence plus active entre modes de financement ne débouche pas sur un équilibre dynamique mais sur des excès réciproques.

(58) Le graphique 26 présente sur la période 1978-1990 trois mesures du taux d'endettement des sociétés et quasi-sociétés (hors entrepreneurs individuels), en proportion de leur valeur ajoutée. Les séries d'endettement qui interviennent au numérateur sont tirées des Tableaux d'Opérations Financières (TOF) trimestriels élaborés par la Banque de France. Le ratio supérieur retient au numérateur l'encours net (passif moins actif) de crédit à court, moyen et long terme (opérations F60 et F70 de la comptabilité nationale) ; le ratio intermédiaire l'encours net de l'ensemble des dettes et liquidités (opérations F00, F10, F20, F30, F40, F60, F70) ; le ratio inférieur retient le même numérateur dont est déduit l'actif dont disposent les sociétés en placements d'OPCVM (F53). On peut effet considérer que ces placements, qui se sont fortement développés depuis le milieu des années 1980, constituent une modalité de gestion de la trésorerie disponible. Les trois ratios présentent un profil conjoncturel analogue mais le désendettement intervenu jusqu'en 1988 est d'autant plus marqué que l'on retient une notion extensive d'endettement net.

Le décloisonnement entre marché des titres et circuit du crédit au cours des années quatre-vingt a concouru à ce que le marché boursier soit largement devenu un marché « inter-entreprises », sans qu'il soit aisé de distinguer entre les relations qui relèvent d'une logique de participation et celles qui relèvent d'une logique de placement. Les entreprises, prises globalement, tendent ainsi à s'auto-évaluer et cette marginalisation progressive d'un « évaluateur » extérieur (les ménages actionnaires) peut favoriser une indétermination de la valeur de marché des entreprises : les dérives boursières et les vagues de recours au crédit se confortent réciproquement si la valeur de marché des fonds propres sert de garantie d'emprunt aux entreprises et si les emprunts sont pour partie utilisés à l'acquisition de titres, notamment d'actions dans le cadre des stratégies de croissance externe ⁽⁵⁹⁾. Les ménages, certes, cherchent également la valorisation de leur patrimoine financier mais privilégient désormais des supports, comme dans la dernière période les parts d'OPCVM court terme, dont la gestion par les intermédiaires concernés n'assume que très incomplètement les besoins de transformation suscités par le redémarrage des investissements productifs à partir de 1985. Cette évolution aboutit au paradoxe, en période d'expansion des marchés financiers, d'une fragilité de la connexion entre la valorisation du patrimoine des ménages et la formation de la valeur de marché des entreprises.

La situation des entreprises apparaît ainsi singulièrement ambivalente : depuis le début des années quatre-vingt, elles ont cherché à limiter le poids de l'endettement dans les bilans et y sont dans une certaine mesure parvenues jusqu'à la fin des années quatre-vingt, mais cet endettement demeure virtuellement sujet à une dynamique instable en raison de l'excès des taux d'intérêt réels sur le taux de croissance et d'une profitabilité en conséquence toujours médiocre du capital productif (cf, pour rappel, le graphique 18). La valorisation des fonds propres est le moyen de contenir le poids de cet endettement au sein des bilans actualisés. Mais l'évaluation sur laquelle elle repose enregistre la vigueur d'une demande de titres qui n'est elle-même pas indépendante des possibilités d'endettement des acquéreurs. Lorsque la conjoncture se retourne et que les bourses hésitent ou fléchissent, la dynamique déstabilisatrice de l'endettement réapparaît dans toute son intensité. Les entreprises, ne pouvant plus miser sur une inflation forte pour dévaloriser cet endettement, expriment alors leur hésitation à contracter un endettement nouveau et cherchent la parade du côté de l'ajustement de leurs effectifs et d'une nouvelle vague de restructurations, surtout si leurs anticipations de demande restent dégradées ou médiocres. En 1992, ces facteurs expliquent l'enlisement dans le marasme conjoncturel, à un degré variable selon les pays en fonction de leur position propre dans le cycle conjoncturel et des dérives financières spécifiques qu'ils ont connues.

(59) Cf, sur ces points, M.A.Kleinpeter, « L'illusion patrimoniale après l'illusion monétaire », *Revue d'Economie Financière*, automne 1991.

**Réversibilités cycliques des structures de financement :
main « invisible » des marchés, mains visibles des banques et de
la politique monétaire**

La valeur de marché d'une entreprise fictive détenant un stock de capital unitaire (ici l'entreprise représentative correspondant à l'agrégat des sociétés non financières) n'est autre que le classique ratio q de Tobin, rapportant la valeur de marché des entreprises à leur capital productif mesuré aux prix de renouvellement. Le ratio q de Tobin constitue l'indicateur pertinent de profitabilité des entreprises dans une économie où prévaut la rationalité des marchés financiers. Il peut dans ce cas être défini de deux manières équivalentes :

*soit comme le rapport du prix de marché p_c d'une unité de capital existant, indifféremment réel ou financier, au prix p_n d'une unité de bien de capital nouveau (p_n est le coût de renouvellement du capital existant). Donc :
 $q = p_c / p_n$.

*soit comme le rapport entre le taux de rendement réel e du capital, qui rapporte le flux de revenu périodique issu de ce capital (avant paiement des intérêts et des dividendes) à son coût de renouvellement, et le coût du capital r , qui est déterminé sur les marchés financiers et qui désigne le rendement exigible d'un investissement : $q = e/r$.

L'équivalence des deux approches correspond à l'opération d'actualisation : $p_c = p_n e/r$. On obtient la valeur de marché d'un capital investi par actualisation au taux r du flux de revenu $p_n e$ généré par l'investissement initial de montant p_n .

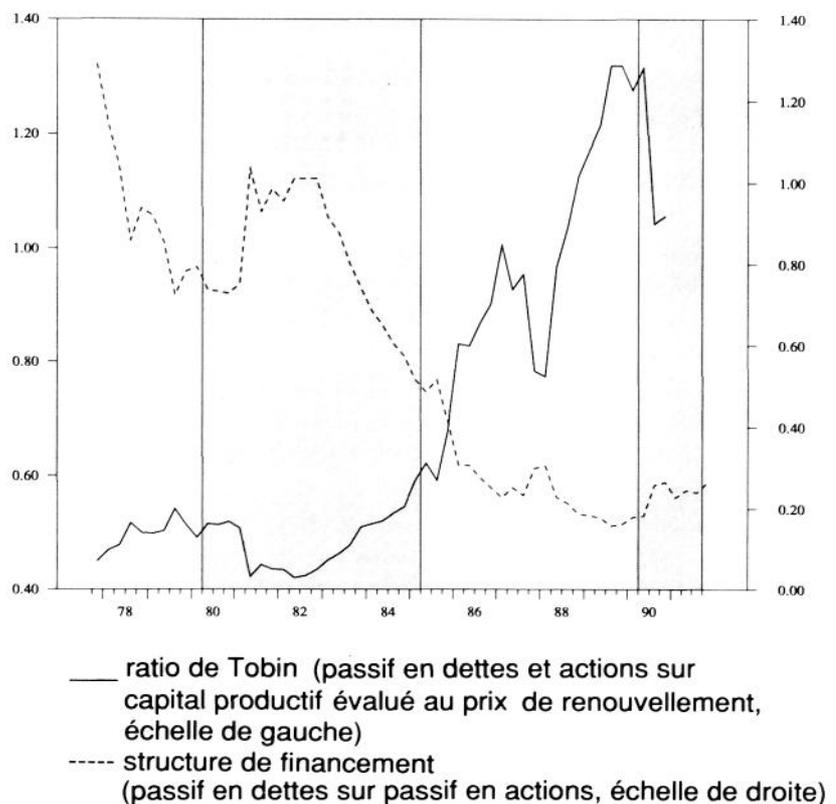
Dans le cas présent, le ratio q est évalué par le rapport $V/p_n K$, où le dénominateur $p_n K$ désigne le stock de capital fixe productif des entreprises évalué à son prix de renouvellement et le numérateur V la valeur de marché des entreprises, en supposant que les comptes nationaux fournissent une mesure adéquate de ces deux grandeurs. En particulier la valeur de marché V est définie par la valeur du passif des entreprises en dettes et en actions : les comptes nationaux mesurent ce passif selon des procédures qui prennent en compte les informations apportées par les marchés eux-mêmes, lorsqu'ils sont identifiables ⁽⁶⁰⁾. Si on devait s'attendre à la validité du principe d'indifférence de Modigliani-Miller sur une période donnée, le rapprochement des séries temporelles d'une estimation du ratio de Tobin et de la structure de financement des entreprises, appréciée par le rapport dettes/actions au sein de leur passif (graphiques 27 et 28), ne devrait pas montrer de corrélation particulière. La grandeur volatile constituée par la valeur du passif en actions des entreprises intervient certes comme composante (avec

(60) Pour une discussion plus détaillée de ces points, voir J.Fayolle « Taux d'intérêt, financement et performances des entreprises », *Economie et Statistique*, n° 239, janvier 1991. La dette ici prise en compte est l'ensemble des dettes des entreprises, nettes des liquidités dont elles disposent et nettes aussi de leurs placements en OPCVM : c'est donc la même dette que celle qui intervient au numérateur du ratio inférieur du graphique 26. Le passif en actions peut être mesuré brut ou net des actions détenues à l'actif par les entreprises (sans inclure cependant dans ces dernières les titres d'OPCVM puisqu'on les traite comme des liquidités). Le stock de capital, au dénominateur du ratio de Tobin, est le stock de capital fixe productif net en valeur aux prix de renouvellement.

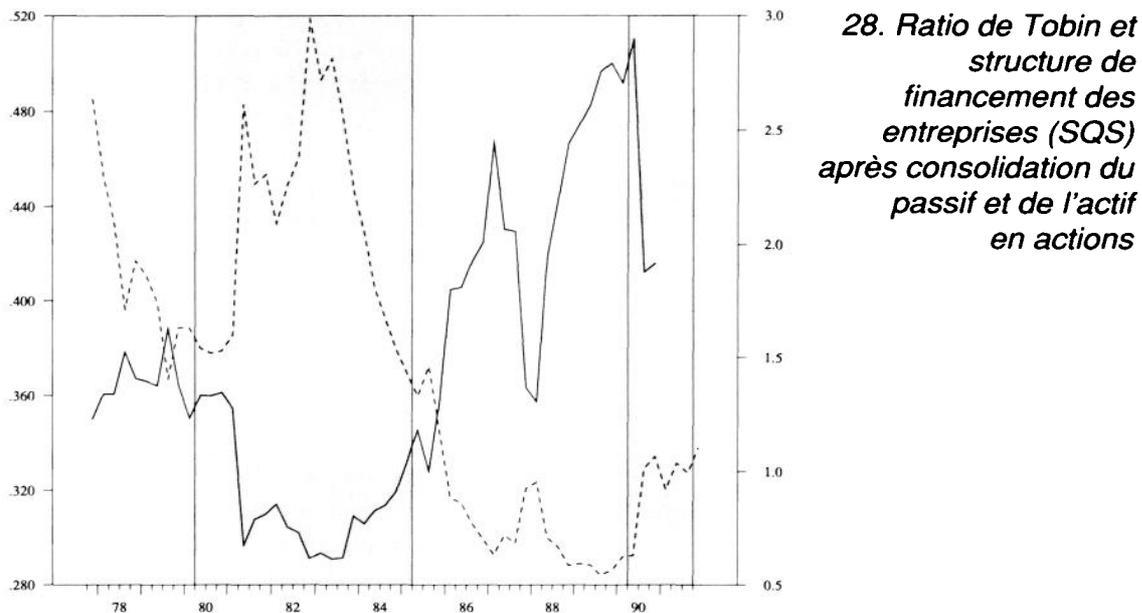
l'encours de dette) du numérateur du ratio de Tobin et comme dénominateur du ratio de structure financière. Mais le taux d'endettement des entreprises est lui-même une grandeur variable (graphique 26) et cette variabilité pourrait a priori compenser celle des actions dans l'estimation du ratio de Tobin. Ce n'est pas le cas. Pour les entreprises françaises prises dans leur ensemble, la corrélation est manifeste : le ratio de Tobin, ou valeur de marché d'une entreprise « unitaire », s'élève quand le rapport des dettes aux actions dans le passif diminue, et inversement. Cette corrélation inverse apparaît d'une netteté assez remarquable, même si elle est affectée d'irrégularités lorsque le passif en actions est consolidé, en défalquant les actions détenues par les entreprises à des fins de contrôle ou de placement de leur passif en actions. La valorisation des fonds propres modifie la structure du passif financier, comme il se doit, mais concourt à une élévation du ratio apparent de Tobin qui parait surévaluer la profitabilité limitée et fragile des entreprises, notamment durant la phase d'expansion 1985-1989.

Ainsi la mixité actuelle des relations financières est d'une nature telle que les conditions d'indifférence de l'évaluation des entreprises par les marchés à l'égard de leur structure de financement ne paraissent pas réunies. Il en résulte, comme le révèle la récession de 1990-1991, une réversibilité, au moins partielle, de la qualité des bilans des entreprises. La nature et l'intensité possible de cette réversibilité, qui peut être lourde de conséquences pour l'allure du prochain cycle économique (comme le montre aujourd'hui le cas japonais), soulève la question de l'interprétation des dérives observées sur les marchés financiers durant les dernières années.

27. Ratio de Tobin et structure de financement des entreprises (SQS)



Sources : INSEE, Banque de France, calculs OFCE.



28. Ratio de Tobin et structure de financement des entreprises (SQS) après consolidation du passif et de l'actif en actions

— ratio de Tobin (passif en dettes et en actions nettes sur capital productif au prix de renouvellement, échelle de gauche)
 ---- structure de financement (passif en dettes sur passif en actions nettes, échelle de droite)

Sources : INSEE, Banque de France, calculs OFCE.

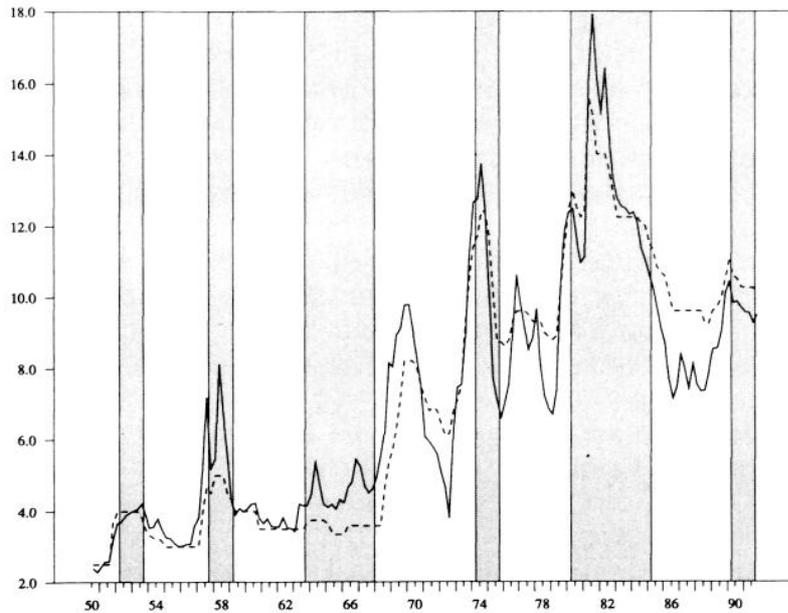
Pour certains, il s'agit de bulles réductibles à des dérapages aléatoires de l'évaluation des actifs financiers, liés au mimétisme spéculatif et à la multiplicité des équilibres entre l'offre et la demande sur les marchés de titres. L'existence de ces bulles ne remet pas obligatoirement en cause le principe d'efficacité de ces marchés, elles sont le prix à payer pour que ceux-ci produisent une information au bout du compte efficace sur les opportunités d'investissement et leur correction permet de rétablir les actifs financiers dans leur rôle d'équivalents financiers du capital réel, dont ils fournissent en moyenne une évaluation rationnelle. Les marchés financiers permettraient fondamentalement une détermination des rendements anticipés des différents actifs et une évaluation boursière du capital réel rationalisant la demande de financements neufs et évitant tout nouvel excès d'endettement. Cette première conception s'oppose à l'idée d'imperfections systématiques sur les marchés financiers, susceptibles de créer des biais durables dans l'appréciation des performances des opérations productives et d'influencer en conséquence le contenu des nouveaux investissements, en exigeant notamment des rentabilités très élevées.

Pour une conception plus critique en effet, la circulation et l'évaluation des titres, originellement liées à celles du capital réel, peuvent s'en émanciper jusqu'à obéir à des déterminants spécifiques et contingents : leur évaluation peut différer durablement de la valeur fondamentale des actifs réels sur lesquels ils confèrent des droits de propriété et la vague spéculative, à partir de là, pourrait s'étendre, sans limite prédéfinie, à toute la gamme des actifs non renouvelables. La focalisation de l'allocation de l'épargne sur ces actifs « auto-évalués » serait alors à la source de dynamiques déstabilisatrices

pour la croissance réelle ⁽⁶¹⁾. Le dilemme de la politique monétaire — poursuivre des politiques accommodantes pour soutenir une valorisation des patrimoines obtenue sur la base d'une épargne limitée ou, par la restriction monétaire, impulser une vague de dévalorisations de capitaux financiers — s'en trouverait aiguë. Le cycle économique se trouverait à la fois allongé et amplifié par la succession d'arbitrages différents de la politique monétaire : accommodation puis restriction. Le « retour au réel » des évaluations de marché fait apparaître crûment les contraintes d'endettement et de solvabilité qu'ont à gérer les entreprises dans une situation où leurs anticipations prennent en compte la durabilité de taux d'intérêt réels élevés. Ces contraintes pèsent négativement sur les capacités de reprise, comme c'est le cas en 1991-1992.

Les contraintes qui bornent la croissance côté entreprises peuvent être lues du côté des banques. Si le « crédit crunch », qui a semblé apparaître en 1991 au travers de la croissance observée des crédits n'est en fait pas réductible, aussi bien aux USA qu'en France, à un rationnement global et indifférencié des entreprises, c'est parce que banques et entreprises, confrontées à des contraintes analogues, se sont, dans une certaine mesure, accordées cette année-là sur un bas niveau de crédits nouveaux : l'offre de crédits s'est raréfiée, mais la demande aussi. Les banques, dans les différents pays, ont arbitré en faveur du rétablissement de leurs marges au détriment de l'extension des crédits, afin de provisionner les pertes subies et de parer à la détérioration de la qualité de leurs actifs. Bien que le cas français ne soit pas le plus net, les banques françaises n'ont pas proposé à leurs clients, à la différence de la pratique caractérisant des récessions antérieures (voir 1958, 1964-1967, 1981-1982), des conditions de taux (appréciées par le taux de base bancaire, indicateur certes imparfait mais disponible sur longue période) plus favorables que celles auxquelles elles sont elles-mêmes confrontées sur le marché monétaire (graphiques 29 et 30). Comme le taux du marché monétaire est lui-même particulièrement rigide à la baisse durant la récession de 1990-1991, en raison de la contrainte allemande, les entreprises françaises sont confrontées à des conditions de taux sévères qui handicapent la reprise. Les normes prudentielles telles que les ratios Cooke ont incité les banques à cette prudence et contribuent à assurer une répercussion rapide du manque de confiance des marchés dans la valeur des actifs bancaires sur la quantité de crédit dont peut disposer l'économie. Il est difficile de repérer qui, des entreprises ou des banques, « a la main » dans la recherche de meilleures conditions de liquidité et de solvabilité au sein de la phase de récession. La difficulté analytique et prévisionnelle porte alors sur la difficulté à cerner les critères selon lesquels chaque groupe d'agents apprécie la régénération de sa situation financière. Ces critères mêlent en effet normes de rentabilité, « subjectives » en ceci qu'elles se réfèrent à un certain état des anticipations, et règles institutionnelles de solvabilité et d'équilibre patrimonial, au demeurant révisables. Du jeu mouvant de ces normes et règles dépend la possibilité pour les entreprises et les

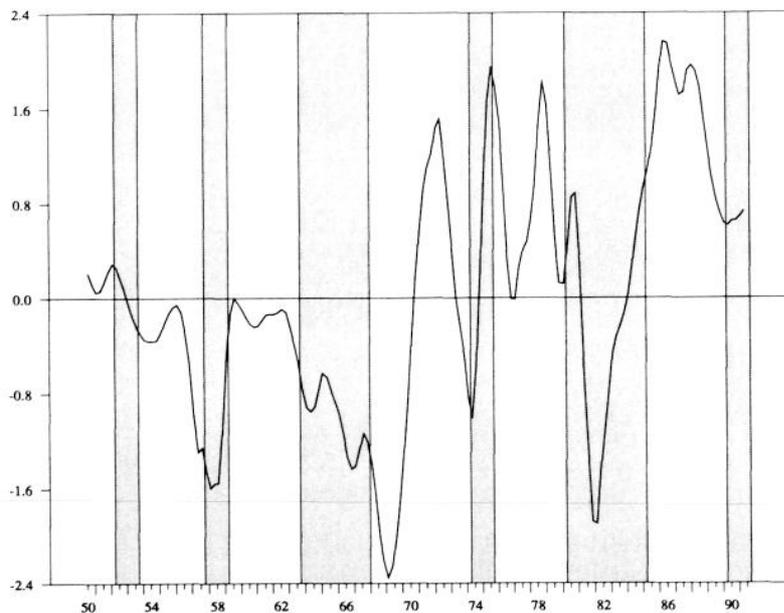
(61) Pour un essai de modélisation de telles dynamiques, voir M. Aglietta, A. Brender, V. Coudert, *Globalisation financière, l'aventure obligée*, CEPII-Economica, 1990 ; Cf aussi B. Godement, N. Pless, « L'inflation par les actifs non renouvelables », *Economie Prospective Internationale*, n°49, 1^{er} trimestre 1992.



29. Taux de base bancaire et taux du marché monétaire (% annuel, en moyennes trimestrielles)

— taux de l'argent au jour le jour sur le marché monétaire
 ---- taux de base bancaire

Source : INSEE, Banque de France.



30. Ecart entre taux de base bancaire et taux du marché monétaire (MM5 des écarts trimestriels)

Sources : INSEE, Banque de France, calculs OFCE.

banques de s'accorder sur un niveau de recours au crédit compatible avec l'amorçage puis la consolidation de la reprise ⁽⁶²⁾.

(62) D'où l'intérêt, en cette période, des travaux sur la nature des relations entre banques et entreprises. Cf D.Rivaud-Danset, R.Salais, « Les Conventions de financement des entreprises. Premières approches théoriques et empiriques », Document de travail n° 9201 du Groupement scientifique Institutions, Emploi et Politique économique, INSEE-CNRS-CGP, février 1992.

Le cycle des années quatre-vingt soulève le paradoxe de systèmes financiers qui entendent inciter à l'épargne grâce aux effets d'attraction d'une vitrine financière alléchante pour les candidats-épargnants et qui s'avèrent finalement incapables d'y parvenir en raison des comportements qui leur sont rationnellement associés : les ménages rentiers comprennent qu'il n'est point besoin d'une épargne importante pour valoriser leur patrimoine ; les entreprises développent des stratégies d'accumulation dont la rentabilité escomptée, « normée » par la concurrence des produits financiers mais ne bénéficiant guère d'une amélioration structurelle des gains de productivité globale qui se fait toujours attendre, se réalise au travers de gestions salariales restrictives qui laissent sans dynamisme l'épargne d'origine salariale ; les politiques monétaires sont mobilisées par la gestion de la stabilité des marchés financiers. Le système financier, jamais aussi sophistiqué et ramifié que maintenant, manque pourtant de capacité d'anticipation des facteurs et des modalités d'une croissance efficace et ce déficit est une véritable externalité négative pour la société. Cette désillusion sur l'efficacité des réformes des années quatre-vingt impulse aujourd'hui une relance de la réflexion sur l'organisation souhaitable des systèmes financiers qui ne sera pas sans effet sur le devenir du cycle dans les économies développées.

Références bibliographiques

AGLIETTA M., 1990, « La Monnaie », *Encyclopédie économique*, sous la direction de X. Greffe, J. Mairesse et J.L. Reiffers, Economica.

AGLIETTA M., BRENDER A., COUDERT V., 1990, *Globalisation financière internationale : l'aventure obligée*, Economica.

ARTUS P., 1991, « Amplification des cycles : le rôle des facteurs financiers, des rigidités et des anticipations », *Document de travail n° 1991-09/T*, Service des Etudes Economiques et Financières, Caisse des Dépôts et Consignations, mai.

ARTUS P., 1991, « Peut-on comprendre le déficit d'emploi en France? », *Document de travail n° 1991-11/E*, SEEF, CDC, juillet.

ARTUS P., 1991, « Union monétaire : quelles contraintes vont subir les pays ou les régions moins avancées d'Europe ? », *Document de travail n° 1991-16/E*, SEEF, CDC, décembre.

ARTUS P., 1992, « Perspective d'Union monétaire en Europe et structure par terme des taux d'intérêt », *Document de travail n° 1992-06/T*, SEEF, CDC, mars.

BELHOMME C., DUPUY C., MATTÀ N., SALOMON R., 1991, « Dix années d'innovations financières en Europe : développement des marchés et changements de comportement des agents », *Document de travail n° 1991-08/E*, Service des Etudes Economiques et Financières, Caisse des Dépôts et Consignations, mai.

BLOCH L., MAUREL F., 1991, « Consommation-revenu permanent : un regard d'économètre », *Economie et Prévision*, n°99, 3^{ème} trimestre.

BORDES C., MELITZ J., 1989, « Endettement et faillites d'entreprises en France », *INSEE*, Miméo.

BOURLANGE D., CETTE G., KREMER G., TADDEI D., 1990, « Les principales relations entre les degrés d'utilisation des facteurs de production », *Economie et Statistique*, n°231, avril.

BOURNAY J., LAROQUE G., MAIGNE O., 1979, « Comptes trimestriels 1949-1959 », *Collections de l'INSEE*, série C, n° 70, mars.

BRICOUT J.L., 1991, « Le financement des entreprises dans la décennie quatre-vingt », *Communication présentée à la 16^{ème} Journée des Centrales de Bilans*, 26 novembre.

CEPII, en collaboration avec l'équipe MIMOSA de l'OFCE, 1992, *Economie mondiale 1990-2000 : l'impératif de croissance*, Economica.

CETTE G., 1992, « Quelques observations concernant l'évolution de l'efficacité du capital fixe sur les deux dernières décennies », Banque de France, Direction Générale des Etudes, DEER-SEMEF-92-31, Avril.

CHAUFFOUR J.P., 1989, « Arbitrage investissement productif-investissement financier et choix de portefeuille des entreprises en France : une approche par la théorie de la cointégration », *mémoire de magistère d'économie*, Université de Paris I, Octobre.

Commissariat Général au Plan, 1991, *Epargner, investir, croître*, Rapport du groupe « Allocation internationale de l'épargne », sous la direction de P.ARTUS, Juin.

DELORS J., 1992, interview dans *Haute Finance*, Mars-Juin .

DENIZET J., 1967, *Monnaie et financement*, Dunod, édition mise à jour en 1982 sous le titre *Monnaie et financement dans les années quatre-vingt*.

ELMESKOV J., SHAFER J., TEASE W., 1991, « Savings trends and measurement issues », *Economics and Statistics Department working paper*, n°105, OCDE, document de travail repris sous le même titre dans le *Scandinavian Journal of Economics*, vol 94, n°2, 1992 et suivi d'un commentaire d'E. Malinvaud.

EPAULARD A., SZPIRO D., 1989, « Placements financiers, endettement et désendettement des firmes : y-a-t-il un arbitrage? », Banque de France et Ecole Centrale, septembre.

FAYOLLE J., 1988, « Economies d'endettement et de marchés financiers : une approche critique », *Issues*, n° 34, 2^{ème} trimestre.

FAYOLLE J., 1991, « Taux d'intérêt, financement et performances des entreprises », *Economie et Statistique*, n°239, janvier.

FINN M.G., 1990, « On savings and investment dynamics in a small open economy », *Journal of International Economics*, volume 29, n°1/2, août.

FRIED M., GAUDRY O., 1987, « La politique de placements financiers des entreprises industrielles », Crédit National, *Communication présentée à la 12^{ème} journée des Centrales de bilans*, Paris, novembre.

FRIED M., PROHIN J., 1991, « La maîtrise des besoins d'exploitation face aux évolutions conjoncturelles », *Communication à la 16^{ème} journée des Centrales de bilans*, Crédit National, octobre.

GENBERG H., SWOBODA A.K., 1992, « Saving, Investment and the Current Account », *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 94, n°2.

GODEMENT B., PLESS N., 1992, « L'inflation par les actifs non renouvelables », *Economie Prospective Internationale*, n°49, 1^{er} trimestre.

Groupe International de Politique Economique de l'OFCE, 1992, *La désinflation compétitive, le mark et les politiques budgétaires en Europe*, Le Seuil.

HABERLER G., 1937, *Prospérité et dépression*, Société des Nations, Genève, 1^{ère} édition.

HENIN P.Y., 1981, *Macrodynamique, croissance et fluctuations*, 2^{ème} édition, Economica.

INSEE, 1981, *Le mouvement économique en France 1949-1979*, INSEE, mai.

INSEE, 1990, « La productivité, tendances et facteurs explicatifs », numéro spécial d'*Economie et Statistique*, n°237-238, novembre-décembre.

INSEE, 1991, « Comptes et indicateurs économiques, Rapport sur les comptes de la Nation 1990 », *INSEE*

INSEE, 1991, « Comptes de patrimoine en base 1980 : présentation générale », *note INSEE*, Division « Concepts et définitions statistiques et comptables », n° 59/D220, 8 Juillet.

KINDLEBERGER C.P., 1978, *Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crises*, New-York, Basic Books.

KINDLEBERGER C.P., LAFFARGUE J.P. (sous la direction de), 1982, *Financial crises : Theory, History and Policy*, Cambridge University Press.

KLEINPETER M.A., 1991, « L'illusion patrimoniale après l'illusion monétaire », *Revue d'Economie Financière*, Automne.

LAROQUE G., LE CALVEZ B., NASSE P., 1975, « Comptes trimestriels, méthodes statistiques et séries rétrospectives », *collections de l'INSEE*, Série C, n°40, décembre.

LAROQUE G., RALLE P., SALANIE B., TOUJAS-BERNATE J., 1990, « Description d'une base de données trimestrielles longues (1946 : 1 à 1989 : 4) », *note n° 242/G305*, Direction des Etudes et Synthèses Economiques de l'INSEE, décembre.

LEVY-GARBOUA V., WEYMULLER B., 1979, *Macroéconomie contemporaine*, Economica.

MADDISON A., 1992, « A Long-Run Perspective on Saving », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol.94, n° 2.

MARTIN J.P., TORRES R., 1990, « Mesure de la production potentielle dans les sept grands pays de l'OCDE », *Revue Economique de l'OCDE*, n° 14, Printemps.

MODIGLIANI F., MILLER M., 1958, « The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of investment », *American Economic Review*, vol. 48, n° 3, juin.

MODIGLIANI F., MILLER M., 1963, « Corporate Income Taxes and the Cost of capital », *American Economic Review*, vol. 53.

OCDE, 1992, *Nouveaux défis pour les banques*, O.C.D.E.

QUAH D., 1990, « Permanent and Transitory Movements in Labor Income : an Explanation for Excess Smoothness in Consumption », *Journal of Political Economy*, vol 98, n°3.

RIVAUD-DANSET D., SALAIS R., 1992, « Les Conventions de financement des entreprises. Premières approches théoriques et empiriques », *Document de travail n° 9201 du Groupement scientifique Institutions, Emploi et Politique économique*, INSEE-CNRS-C.G.P., février.

SIGOGNE P., 1986, « Taux d'intérêt et croissance à court et long terme », *Observations et Diagnostics Economiques, Revue de l'OFCE*, n°14, janvier.

SIGOGNE P., 1990, « Efficacité du capital et épargne », *Lettre de l'OFCE*, n°73, 30 mars.

SIGOGNE P., 1991, « L'épargne mondiale, tendance et provenance », *Chroniques d'actualité de la SEDEIS*

STERDYNIAK H., 1992, « Faut-il une politique de l'épargne? », *Lettre de l'OFCE*, n°100, 30 avril.

STIGLITZ J.E., 1992, « Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies », *European Economic Review*, n° 36.

ULLMO Y., 1988, « Intermédiation, intermédiaires financiers et marché », *Revue d'Economie Politique*, n° 98 (5), septembre-octobre.

ULLMO Y., 1990, « Intermédiation et marché », *Revue Economique*, vol. 41, n° 5, septembre.

WICKSELL K., 1935, *Lectures on Political Economy*, George Routledge, Londres.