Quel rôle joue l'endettement dans une crise économique ?

© Joël Hermet 2010

Introduction :

L'endettement représente la valeur de ce qui est dû par un ménage, une entreprise ou un Etat à ses créanciers. Son remboursement comprend à la fois le capital emprunté et les intérêts. Il comprend les crédits bancaires et les titres émis par les agents non financiers (obligations et billets de trésorerie principalement). La dette peut être privée ou publique, intérieure ou extérieure.

L'endettement est quelque chose de normal dans une économie de marchés et s'explique par la théorie des choix inter temporels : celui qui souhaite investir mais n'a pas les fonds nécessaires va emprunter aujourd'hui (revenu < dépenses) et remboursera demain avec les recettes permises par l'investissement. Le problème survient quand l'endettement est excessif au regard des capacités de remboursement de l'emprunteur et de la faible rentabilité des projets. Si cette situation est générale, c'est alors la crise qui survient.

La crise est au sens strict un point de retournement mais aussi au sens large une période de dépression. Le terme étant employé au singulier dans l'énoncé, il n'est pas nécessaire de passer en revue toutes les crises économiques ; le sujet nous invite plutôt à analyser le rôle joué par l'endettement dans le déroulement typique d'une crise de son origine à sa sortie, en passant par sa durée.

Problématique : En quoi l'endettement peut-il être à la fois la cause et la solution d'une crise ? Atténue-t-il ou renforce-t-il la crise ? Quelle est la place de la dette dans le cycle de vie d'une crise ?

I – Le rôle de l'endettement dans l'origine de la crise

Le rôle de l'endettement dans la crise a été expliqué par plusieurs auteurs (JUGLAR, HAWTREY, FISHER et HAYEK) ; la trame générale est identique, seules quelques variantes changent.

A) JUGLAR (1862) : l'abus du crédit et de la spéculation

Dans la phase d'essor, une confiance sans limite règne, les banques accordent de nombreux crédits ce qui suscite la croissance. Des comportements spéculatifs apparaissent en raison de crédits de complaisance : les dépenses ne sont plus réglées sur les revenus des entreprises mais sur l'augmentation du cours des valeurs. Les risques sont sous estimés et le financement externe des agents augmente.

Pour honorer leurs traites arrivant à échéance, les agents sollicitent à nouveau les banques mais ces dernières sont désormais conscientes des déséquilibres de leur portefeuille (trop de crédit par rapport à leur réserve métallique) et donc de leur vulnérabilité par rapport aux risques de défaillance des emprunteurs. Les banques vont élever leur taux d'intérêt ce qui entraîne un effet massue. Confrontés au besoin croissant de liquidité, les agents sont contraints de réaliser, même à perte, leurs stocks et leurs valeurs mobilières. Si tout le monde est vendeur, les prix des biens et des actifs baissent tout comme l'investissement. La crise est la sanction d'une demande artificielle due à un abus du crédit et d'endettement. Exemples : crise de 1847, 1857 et 1873 : spéculation sur les compagnies de chemin de fer, baisse des réserves de la Banque centrale et hausse du taux d'escompte. Ensuite mauvais résultats dans les chemins de fer et faillites nombreuses, répercussions en amont sur les industries produisant pour le chemin de fer. Crise du crédit et effondrement des actions des sociétés de crédit.

B) FISHER (1933) : surendettement et krach

L'endettement est induit par l'expansion, les nouveaux marchés et les innovations. Le taux d'intérêt étant inférieur au taux de rentabilité, les agents s'endettent. Cela peut déboucher sur le surendettement quand le volume des crédits devient excessif par rapport au revenu de l'agent économique et quand les engagements pris excèdent les capacités de remboursement. L'endettement apparaît comme un piège dans lequel les investisseurs ont tendance à se ferrer jusqu'à ce que leur position devienne manifestement irréaliste. A ce moment les anticipations s'inversent mais leur réajustement se fait dans la panique. La liquidation brutale de la dette provoque la dépression. Spéculateurs et entreprises liquident leurs actifs pour faire face aux échéances. Les effets : contraction monétaire (remboursement de crédits), baisse des prix, baisse de la valeur des entreprises, baisse des profits, anticipations pessimistes. La crise des années 1930 nous offre un exemple mais aussi l'éclatement de la bulle boursière et immobilière au Japon (nombreuses créances douteuses).

C) HAYEK-MISES (1930-1940) : le rôle des banques centrales

Qui est responsable de ce surendettement ? La banque centrale qui manipule à sa guise les taux d'intérêt dans un système monétaire qui a abandonné l'étalon or. En baissant ses taux, la banque centrale peut provoquer un boom du secteur des biens de production mais comme la consommation n'augmente pas parallèlement se produit une déformation de la structure de production qui va générer la crise.

Signalons que les plus grandes crises depuis une centaine d'années ont été précédées par des périodes de taux très bas : crise de 1929, crise succédant au 2^{ème} choc pétrolier, e-krach au début des années 2000, subprimes en 2007-2010.

II – Le rôle de l'endettement dans l'aggravation de la crise

A) le cercle vicieux rationnement du crédit/crise

Face au risque de non remboursement des entreprises, les banques vont mettre en place un rationnement du crédit et être plus sélectives. Cercle vicieux : endettement => manque de solvabilité => tarissement des nouveaux crédits (« credit crunch ») => nouvelles faillites => prolongation de la crise => baisse des prix => hausse de la dette réelle (de 1929 à 1933, la dette nominale a baissé de 20% mais la dette réelle a augmenté de 40%). C'est l'explication néo-keynésienne de la crise des années 1930 (BERNANKE).

B) le cercle vicieux des restructurations : les coûts du désendettement

Au niveau microéconomique, la baisse des cours et des bénéfices rend difficile le financement des entreprises auprès des banques ou des marchés financiers ce qui les incite à se désendetter encore plus.

Exemple des entreprises de la netéconomie à partir du krach boursier de 2000 qui étaient très endettées (dette surtout obligataire) (VIVENDI, France TELECOM).

Au niveau macroéconomique, les restructurations, les licenciements et la réduction des coûts entraînent une baisse de la demande, une hausse du chômage et l'aggravation de la crise.

Au niveau international, on assiste à une propagation et une généralisation de la crise à l'étranger par le biais des flux de capitaux et des flux commerciaux. Le rapatriement des capitaux américains placés en Europe pendant les années 1930 a entraîné la faillite de banques allemandes et autrichiennes.

C) le cercle vicieux du refinancement de la dette

A partir d'un certain montant, plus la valeur de la dette augmente, plus la capacité de remboursement diminue. C'est la courbe de LAFFER de la dette qui a concerné certains PED dans les années 1980, le service de la dette extérieure pouvait être supérieur aux recettes d'exportation. D'où la réduction des investissements, au détriment de la croissance future et des remboursements ultérieurs. Le plan BRADY (1989) avait d'ailleurs permis une réduction de la dette des PED.

Risque de fuite en avant mis en évidence par MINSKY qui distingue 3 modes de financement : un financement prudent (les agents remboursent la totalité du capital emprunté), un autre plus risqué (seuls les intérêts sont remboursés) et enfin des opérations de cavalerie dans lequel les emprunts servent à rembourser les dettes (financement PONZI). Risque d'insolvabilité. On a eu l'exemple avec MADOFF (escroc arrêté en 2009), mais les gouvernements ne pratiquent-ils pas du PONZI à grande échelle en toute impunité ?

III – Le rôle de l'endettement dans la sortie de la crise

A) l'endettement peut accélérer la sortie de crise dans une vision keynésienne :

- niveau national : bas taux d'intérêt pour obtenir un effet de levier, maintien de la demande globale grâce à la demande publique, aide ponctuelle à des secteurs sinistrés (automobile, banques) ; effet de stabilisateur automatique car l'endettement corrige automatiquement la conjoncture en période de crise (le creusement du déficit budgétaire est financé par l'emprunt)

- niveau international : emprunts auprès du FMI ou de la Banque mondiale pour aider les pays momentanément incapables de rembourser leur dette

B) ... mais il peut aussi la retarder ...

La hausse de la dépense publique ne va pas forcément pousser les ménages à consommer en raison des anticipations de hausse d'impôts futures (Théorème d'équivalence de RICARDO)

Les déficits publics créent un effet d'éviction dissuadant l'investissement privé (FRIEDMAN).

L'effet boule neige de l'endettement public peut intervenir si le taux d'intérêt de la dette est supérieur au taux de croissance (Grèce en 2010).

Le Japon a connu depuis 20 ans des déficits publics à répétition et sa dette publique a explosé sans que le pays retrouve le chemin de la croissance.

C) ... ou l'empêcher

Pendant la dépression, on assiste normalement au désendettement et à la résorption progressive des capacités de production excédentaires. Les prix baissent jusqu'à ce qu'ils permettent un relèvement de la demande. Or l'inflation, conséquence logique de la poursuite de l'endettement, va contrecarrer ce phénomène. Sans parler des nombreux autres effets négatifs de l'inflation (altération de la valeur du numéraire, dégradation de la compétitivité, hausse de la valeur de la dette externe)

L'assainissement du à la crise s'exerce comme une sanction vis à vis des firmes mal gérées ou ayant pris trop de risques, soutenues artificiellement par le crédit et manquant de capital. Or la sortie de la crise par de nouvelles dettes va maintenir des canards boiteux dans certaines branches (automobile et immobilier aux USA en 2010) lesquels vont utiliser des ressources qui ne seront pas disponibles pour d'autres secteurs ce qui empêche la destruction créatrice.

Bill BONNER parle du baiser de la dette, baiser qui peut s'avérer mortel.

Conclusion :

L'endettement en soi n'est pas gênant, si les sommes prêtées servent à produire des biens et services qui rembourseront le prêt et au-delà. C'est le surendettement qui est à blâmer. Or celui-ci ne peut exister durablement qu'avec l'intervention des autorités monétaires. La dette apparaît ainsi comme une drogue, au même titre que l'inflation dont elle est la mère bien souvent.

Avec la dette privée, l'actionnaire ou le ménage est perdant en cas de mauvais choix. Avec la dette publique, c'est le contribuable qui paye (hausse des impôts) ou le consommateur (inflation) et non l'homme politique irresponsable au sens juridique du terme. Pour éviter que le coût des actions de certains agents soit supporté par d'autres agents, la solution réside-t-elle dans la fixation de limites constitutionnelles au déficit budgétaire ou dans la suppression du monopole des banques centrales sur la création monétaire ou bien dans le retour à l'étalon or ?