

L'ILLUSION PATRIMONIALE APRÈS L'ILLUSION MONÉTAIRE

MARC-ANTOINE KLEINPETER,

DIRECTION DES ETUDES, ASSOCIATION FRANÇAISE DES BANQUES

La décennie quatre-vingt restera probablement en France comme celle d'une mutation financière. L'émergence d'un marché conséquent d'actifs financiers et la transformation des conditions d'intervention des intermédiaires consacrent une évolution qui interroge d'autant plus qu'elle paraît irréversible. L'exemple du pays le plus avancé en matière de place des mécanismes de marché dans la régulation financière, à savoir les Etats-Unis, n'est pas sans susciter une certaine perplexité.

Les dysfonctionnements apparus à la suite des mesures de déréglementation au sein du système financier prennent deux formes : une fragilisation des intermédiaires, qui peut mener, comme avec la crise des *Saving and Loans*, à des défaillances généralisées ; des évolutions de marché explosives, où certains produits subissent une dépréciation aussi subite qu'a été l'emballement qui l'a précédée.

Bien entendu, les questions liées aux intervenants et celles liées aux marchés renvoient aux deux versants d'un même problème. Il est cependant d'usage de les examiner séparément.

Concernant les intervenants, les causes souvent avancées des difficultés des établissements portent sur les conditions de la concurrence. Alors qu'une intensification des pressions concurrentielles était susceptible d'améliorer l'efficacité des intermédiaires sont apparus des signes de concurrence excessive sinon destructrice : sous-tarification et sous-évaluation du risque, accroissement disproportionné des volumes offerts, fragilisation simultanée des établissements. Paradoxalement, cet excès de concurrence tient à une absence de protection de l'activité qui rapproche les marchés financiers de la configuration de la concurrence classique parfaite : un manque de brevet qui empêche d'exploiter un monopole partiel ; de faibles coûts d'entrée des intervenants qui ne permettent pas de défendre les marges.

Les débordements apparus sur certains produits ou sur certains segments

d'activité, tels que les obligations perpétuelles à taux variables émises par les banques britanniques (*floating rate notes*), ou les obligations à fort rendement américaines (*junk bonds*) révèlent des problèmes d'information. Alors que la diversification des produits de financement devait créer les conditions d'un ajustement plus flexible entre agents prêteurs et emprunteurs, il s'est avéré que l'innovation financière était souvent motivée par l'existence d'opportunités d'arbitrage révélatrice d'imperfections de marché. Les bulles spéculatives trouvent leur origine dans une perception inadéquate de la profitabilité future sur des segments de marché.

Les questions liées au problème de l'information apparaissent donc au cœur du problème de la réglementation. Cet article a pour objet d'analyser certains aspects spécifiques de l'information en matière économique. Ses présupposés sont les suivants :

— L'information fait l'objet d'une production, c'est-à-dire d'une activité organisée, lorsqu'elle ne se révèle pas par le signal que constitue un prix.

— La production d'information trouve sa nécessité dans une lacune du marché, et fondamentalement dans le caractère non marchand des actifs constitutifs du capital fixe productif.

La réglementation de l'activité monétaire et financière doit par conséquent prendre explicitement en compte les spécificités de l'information en la matière. Outre d'imperfections, elle dénote des caractéristiques plus fondamentale d'incomplétude.

Les deux instruments de financement que sont les crédits et les titres ne sont pas, du fait de l'information afférente, réductibles dans une représentation unique. Or la mutation financière à l'œuvre dans les années quatre-vingt s'interprète en grande partie comme la montée en puissance du rôle des marchés de titres.

Les premiers effets de cette mutation sont de brouiller des concepts qui constituaient les points d'appréhension coutumiers de la réalité économique : estompement des frontières entre revenu et plus-value, élargissement des franges de la notion de monnaie, confusion entre investissement productif et investissement financier. Ce dernier point mérite une attention particulière. Une des caractéristiques inattendue, sinon paradoxale, de l'évolution du marché des titres longs concerne la nature des intervenants. Le marché des actions ne s'est pas tant développé par une multiplication des liaisons financières entre ménages épargnants et entreprises emprunteuses, qu'au sein des entreprises elles-mêmes. Les sociétés et quasi-sociétés sont de loin le plus important secteur institutionnel détenteur d'actions et de titres de participations. L'appréciation de la situation financière des entreprises heurte actuellement la question non résolue du traitement des actifs financiers détenus par les entreprises. En valeur de marché, ceux-ci sont considérables.

Cet article se compose de deux parties. La première, essentiellement historique, évoque les conséquences les plus importantes de la mutation à l'œuvre du système monétaire et financier. A bien des égards, celle-ci s'apparente à la transition d'un système planifié vers une économie décentralisée et rappelle les transitions qui, dans les pays de l'Est, s'opèrent sur une échelle plus vaste.

La deuxième partie examine plus en détail les questions liées à la valorisation des entreprises. Les divergences entre valeur patrimoniale et valeur de marché ne sont pas interprétées comme de simples imperfections d'information, mais comme la conséquence inéluctable de deux systèmes de création d'information, l'un basé sur le mécanisme d'accumulation, l'autre sur la révélation d'une demande. La coexistence de ces deux logiques tient à l'absence de marchés spécifiques. En période d'extension des mécanismes de marché, des antagonismes s'accusent. L'évaluation de la valeur des entreprises, et donc de leur rentabilité, se heurte à des ambiguïtés de valorisation indépassables qui sont susceptibles d'expliquer des mouvements d'endettement purement spéculatifs. Ceux-ci seraient caractéristiques d'une « illusion patrimoniale ».

DE L'ÉCONOMIE D'ENDETTEMENT À L'ÉCONOMIE DE MARCHÉ

93

Jusqu'au milieu des années quatre-vingt, le circuit du financement en France est largement cloisonné. Le financement des agents structurellement débiteurs, c'est-à-dire essentiellement les entreprises, est assuré par l'endettement bancaire. Depuis, les entreprises ont davantage recours à des financements directs, par émission de titres. Les placements des ménages font une part plus grande aux titres, au détriment des liquidités.

La contraction de la part relative du crédit bancaire dans l'ensemble des instruments de financement est le premier critère qui signale le glissement d'une économie dite « d'endettement » vers une économie dite « de marché ». Dans une économie d'endettement au sens strict, le crédit bancaire est l'unique mode de financement externe. Dans une économie de pur marché, les instruments de financement sont diversifiés et peuvent librement s'échanger. La dette bancaire, en particulier, devient susceptible d'être titrisée, ou remboursée avant échéance. Le support de la dette est négociable.

Cette « marchésation » des instruments de financement occasionne une réorientation profonde de l'activité des institutions financières. A côté de leur activité traditionnelle d'intermédiation, les banques développent activement une activité de hors bilan. Après avoir principalement géré la

transformation de dépôts courts en crédits longs, elles s'investissent désormais « sur les marchés ».

La déréglementation peut donc être appréhendée sous deux angles complémentaires : comme opportunité de développement d'instruments de financement autres que le crédit bancaire d'une part ; comme modification de l'activité financière des agents d'autre part.

Préciser les enjeux, pour les établissements de crédit et les autres acteurs économiques, de la mutation en cours du système financier passe par une description des caractéristiques les plus importantes des deux systèmes.

Le financement non négociable

L'économie française n'a jamais été, au sens strict, une économie d'endettement. D'autres instruments de financement ont toujours coexisté avec le crédit bancaire. Ainsi les actions et obligations comme moyen de financement à long terme, et le crédit interentreprises comme financement court, ont constitué des alternatives. Toutefois la place prédominante du crédit bancaire comme financement de l'économie permet, avec une approximation convenable, de qualifier le système financier français d'économie d'endettement jusqu'au début des années quatre-vingt. Ainsi, les crédits bancaires représentaient en 1977 près de 80 % des flux de financement externe des entreprises (hors crédits commerciaux).

La caractéristique essentielle d'une dette bancaire est de n'être pas négociée sur un marché. Au sens propre, la dette bancaire n'a pas de prix. Sa valeur nominale répond à un mécanisme simple d'accumulation, où l'encours de fin de période correspond à l'encours de début de période accru des flux d'endettement nets de la période. Comme les immobilisations, l'endettement obéit à une logique d'évaluation aux coûts historiques qui est immuable, ce qui la rend simple et analogue dans sa forme à toute accumulation en volume : la variation du stock correspond au flux, comme pour du capital physique, une encaisse monétaire ou une population. Cette règle d'évolution peut être considérée comme un point essentiel du caractère conventionnel attaché à la monnaie. Outre ses fonctions de bien universellement échangeable et de réserve de valeur, la monnaie, en tant qu'unité de compte est l'instrument qui permet le calcul.

Mais cette logique d'accumulation produit une information sur la situation patrimoniale d'un agent qui est absolument indépendante des conditions d'offre et de demande sur les actifs constitutifs de ce patrimoine.

Cette absence de marché se retrouve dans le fait que l'activité bancaire était largement réglemée. Ainsi le coût du financement ne répondait pas tant à des conditions de rareté, qu'à une intervention réglementaire. Jusqu'à la fin des années soixante-dix, les taux d'intérêt se maintenaient à des

niveaux assez faibles, et sans relation nette avec des déterminants économiques fondamentaux tels que la productivité du capital. Les taux d'intérêts réels, qu'il s'agisse du taux de base bancaire ou des taux de rémunération des dépôts, ont été très faibles voire négatifs durant des périodes assez longues, ce qui prouve leur caractère partiellement administré.

Les implications économiques de cette situation ont été largement commentées : les entreprises, qui bénéficiaient de l'effet de levier, étaient incitées à investir puisque le rendement à venir des investissements était supérieur au coût à venir de la dette ; en contrepartie les épargnants étaient sans pouvoir sur la rémunération de leur épargne.

Un système bancaire mandaté

Dans ce contexte, il est schématique mais non pas abusif de dire que, lors des périodes de réglementation, les banques ont plutôt bénéficié d'une rémunération d'activité qu'elles n'ont, au sens strict, réalisé des profits. La politique monétaire des autorités encadrait très étroitement l'activité bancaire : conditions débitrices et créditrices, tarification des services, volume de crédits offerts, nombre d'entreprises intervenantes.

95

La marge d'intermédiation des banques s'apparentait donc à une rémunération octroyée par les pouvoirs publics en contrepartie du service financier rendu par les réseaux. La détermination de cette marge relevait davantage d'une négociation entre le secteur bancaire et les autorités monétaires que d'un processus concurrentiel. Non pas que la concurrence fut absente entre les établissements de crédit. Mais elle portait essentiellement sur les parts de marché et la qualité du service. Elle n'avait que peu d'incidence sur les taux de crédit et sur le volume global d'instruments financiers en circulation.

Le rôle des pouvoirs publics s'apparentait ainsi à une véritable planification de l'activité bien plus qu'à une simple réglementation destinée à encadrer les conditions d'intervention des banques. Outre le pouvoir de régulation qu'elle offrait aux autorités monétaires, cette situation présentait l'avantage de garantir la sécurité du système financier. Le risque principal auquel les banques étaient confrontées était le risque de contrepartie, c'est-à-dire de défaillance du débiteur. C'est l'activité d'octroi de prêts, qui signifie des tâches d'observation, d'étude et de suivi de la situation du client qui distinguait le banquier. Les relations entre membres des entreprises non financières et banques étaient personnalisées. Elles se fondaient sur la négociation et la durée.

Les quelques cas de difficultés graves rencontrés par des établissements

étaient gérés par la place de façon solidaire. La notion de crise financière semblait reléguée à un passé lointain. Le réglage des situations difficiles se soldait le plus souvent par le remplacement de quelques dirigeants trop imprudents, et au pire par quelques poussées d'inflation.

*Les instruments de financement
non bancaires*

Le décloisonnement des circuits de financement procède d'un mouvement long mais dont l'émergence n'a été réellement décisive que vers le milieu des années quatre-vingt. Celui-ci se caractérise par l'émergence d'instruments de financement non bancaire, qui ont par rapport au crédit la caractéristique essentielle d'être négociables, c'est-à-dire échangeables sur un marché.

Corollairement, ces titres ont l'importante faculté d'être potentiellement liquidables à tout moment, à condition bien sûr d'intervenir sur un marché suffisamment actif (« profond » disent les professionnels). Avec la loi Scrivener, la dette bancaire est devenue remboursable par anticipation, ce qui lui a ôté une partie de son illiquidité pour le débiteur. Pour le créancier, le crédit intègre désormais le coût d'une option.

Le mouvement d'intensification des échanges, et donc de fongibilité élargie des actifs financiers a été fortement stimulé en France avec l'instauration par le Trésor de titres négociables (bons du Trésor et obligations assimilées) dans le cadre d'une gestion dite modernisée de la dette publique. Le mouvement de privatisation en 1986 et 1987 a également stimulé le processus. Mais c'est la possibilité d'émission de titres courts, billets de trésorerie et certificats de dépôts, qui a consacré la mutation du système financier. La défiscalisation des OPCVM de capitalisation a conduit les ménages à se porter massivement sur ces placements.

Ces financements non bancaires sont appelés, peut-être abusivement, financements de marché ou financements désintermédiés. Mais il serait plus précis de dire que de nouveaux intermédiaires financiers, les OPCVM, ont dans une certaine mesure, supplanté (au sens institutionnel) les établissements de crédit en tant qu'offreurs de financement aux entreprises, et de produits de placement aux ménages. Les relations directes entre ménages épargnants et entreprises débitrices restent marginales.

Une conséquence inattendue est que le crédit bancaire, loin d'avoir été supplanté par des instruments de financement concurrents, a été au contraire fortement stimulé.

*Des directives réglementaires inopérantes
et une tension sur la dette*

Les raisons profondes de la déréglementation ne tiennent pas, nous semble-t-il, à une nouvelle orientation politique « libérale ». L'expérience historique enseigne qu'une institution n'abandonne ses prérogatives que lorsqu'elle n'a plus les moyens de les exercer. Or l'internationalisation de l'économie française, c'est-à-dire le mouvement structurel d'accroissement de la part des échanges extérieurs dans l'ensemble des échanges, aussi bien commerciaux que financiers, a rendu progressivement inefficaces voire déséquilibrantes la plupart des contraintes réglementaires des autorités monétaires. Les possibilités de contournement les rendaient inopérantes. Une entreprise disposant d'une filiale à l'étranger pouvait par exemple échapper à des rationnements du crédit sur le marché domestique, ou à des conditions désavantageuses de rémunération des dépôts. Il suffit, pour se convaincre de l'irréversibilité du processus de déréglementation, de constater qu'il s'est opéré sous la contrainte.

Une raison plus économique a pu être avancée. Dans une économie de pur endettement, le fait que l'évolution de l'encours de dette et celle du volume du capital productif suivent le même principe d'accumulation permet de repérer les éléments qui déterminent l'évolution du rapport entre dette et capital. Or, vers le milieu des années quatre-vingt la conjugaison de la désinflation, de taux d'intérêt élevés et d'une rentabilité insuffisante a modifié la dynamique d'évolution du ratio dette/capital, celui-ci abandonnant un sentier d'autorégulation pour entrer dans une dynamique « boule de neige » de croissance auto-entretenu¹. Le fait que la manne extérieure occasionnée par le contre-choc pétrolier de 1986 ait été mise à profit par les entreprises pour opérer une réduction massive de leur dette corrobore la prise de conscience d'un endettement devenu « excessif ». La réévaluation par le marché boursier des fonds propres des entreprises, durant les années quatre-vingt, peut aussi être envisagée comme un moyen d'échapper à la logique de l'endettement.

Toutefois, comme on le verra par la suite, cette interprétation est partiellement invalidée par le développement des marchés financiers qui ne permet plus d'admettre les hypothèses d'une économie d'endettement.

La fluidité des instruments financiers

La déréglementation s'est traduite par une activité financière de plus en plus intense et diversifiée. La fin des années quatre-vingt consacre l'émergence de produits et de marchés financiers nouveaux et sophistiqués.

¹ Cf. : « Le financement de l'investissement : marché ou endettement » dans le Rapport sur les Comptes de la Nation 1989, INSEE.

Ce développement d'un marché des instruments de financement a été présenté comme une « dichotomie » entre sphère réelle et sphère financière. Le rapport entre le PIB de 1988 et celui de 1978 s'établit entre les deux dates à 2,6. Le rapport de l'endettement intérieur total est de 3,3. Une comparaison des flux liés aux transactions commerciales à ceux liés aux transactions financières indiquerait une divergence encore plus notable puisque les marchés de couverture démultiplient les transactions. Mais la divergence la plus conséquente apparaît sur les marchés de titres qui ont connu une revalorisation spectaculaire. Le rapport entre le stock de 1988 et celui de 1978 est de 9,6.

Cette éclosion financière a eu pour premier effet d'étioler les moyens d'intervention des autorités monétaires. Traditionnellement les instruments de la politique monétaire sont classés en deux grandes catégories : le contrôle quantitatif des agrégats monétaires ; les taux d'intervention de la Banque de France.

Concernant les agrégats, la propriété des instruments de financement d'être négociables donc fongibles rend plus obscure la notion même de monnaie. La création monétaire n'est plus l'apanage des établissements de crédit. La monnaie (au sens de M3) intègre des produits qui ne sont pas émis par le Trésor ou les banques.

98

L'agrégat monétaire M3, récemment redéfini, comprend les OPCVM dit « monétaires » mais exclut les OPCVM obligataires. On peut envisager que des agents substituent un placement à un autre, pour des conditions liées au rendement, sans modifier leur programme d'achat. Les mouvements de l'agrégat monétaire acquièrent donc une autonomie et deviennent indépendants de la demande globale. Avec la multiplication d'instruments de financement fongibles, la notion de vitesse de circulation de la monnaie se trouve reléguée au rang des abstractions. La désinflation des années quatre-vingt s'accompagne d'une progression soutenue de M3.

De façon symétrique, l'endettement intérieur total intègre des produits non intermédiés. Des crédits bancaires sont, au niveau macro-économique, affectés à l'achat de titres². La progression très soutenue de l'endettement des entreprises tient largement à leur acquisition d'actions. Le rapport entre le flux d'endettement et le besoin de financement des SQS se situe en fin de période autour de 3. Les crédits ne font plus les dépôts, mais les titres.

Les taux d'intérêt, comme il a souvent été relevé, répondent davantage à une logique de marché. Le lien de causalité entre les taux d'intervention et les taux interbancaires devient plus lâche. Les volumes de financement étant

² Aux Etats-Unis, le rapport de la FED du 15 mars 1991 estime que 15 % de l'encours de crédit aux entreprises était consacré à des fusions ou acquisitions. Il n'y a pas, à notre connaissance, d'évaluation similaire en France.

partiellement hors de contrôle, il est logique qu'il en soit de même des prix. Les taux d'intervention sont destinés aux investisseurs non résidents et ont essentiellement un rôle de stabilisation de la parité du franc. Ils répondent à des signaux émis par le marché des changes, les objectifs sur le marché intérieur devenant secondaires.

Le fait qu'à un réglage administratif des volumes de financement selon un prix, c'est-à-dire un taux d'intérêt, indépendant des offres ou demandes de financement des agents se substitue une logique de marché a des conséquences considérables sur les revenus. Emprunteurs et prêteurs, même s'ils ne sont pas en relation de gré à gré, s'appuient sur une plus grande fluidité des actifs financiers pour bénéficier de meilleures conditions de rémunération. L'épargnant est le grand bénéficiaire de la déréglementation, l'épargnant pouvant d'ailleurs être un ménage ou une entreprise.

Une autre conséquence inattendue est que cette meilleure rémunération de l'épargne n'a pas tant stimulé l'épargne que l'endettement.

Le calcul et l'activité des agents

Le développement des financements de marché a pour premier effet d'accroître la souplesse d'adaptation et la fluidité du système financier. Les progrès technologiques ont, de plus, facilité considérablement la rapidité des transactions. A des relations entre entreprises financières et agents non financiers fondées sur l'observation et la durée font place des relations nombreuses et mouvantes où le prix devient le critère le plus décisif de la transaction.

Mais on peut relever l'information susceptible d'être altérée par ce mouvement d'accélération. L'information sur la solvabilité du débiteur devient plus ténue à mesure que s'accroît la distance « relationnelle » entre créanciers et débiteurs. Celle-ci atténue le rôle des mécanismes de réputation. L'observation fait place au calcul statistique. Les jeux séquentiels font place à des suites de jeux à un coup.

La plus grande liquidité potentielle des actifs financiers limite la connaissance des intermédiaires sur l'horizon de placement des porteurs de titres. Opter pour une obligation à trente ans plutôt qu'à un an ne renseigne pas sur l'intention de la durée. Le marché des titres dits « longs » peut être utilisé dans le cadre d'opérations de gestion de trésorerie à mesure que se développent les contrats à termes qui limitent les risques de perte en capital. Les gestionnaires d'OPCVM ignorent l'horizon de placement des porteurs de parts, et cette ignorance constitue en quelque sorte le premier paramètre de leur gestion.

Plus fondamentalement sur les questions d'information, la marchandisation a pour effet de modifier radicalement le processus de détermination des

patrimoines financiers des agents. L'introduction de moyens de financements négociables a pour conséquence de leur attribuer un prix, contrairement au crédit bancaire dont la caractéristique essentielle est de n'être pas échangé sur un marché. Si la valeur marchande d'une obligation est connue, celle d'une dette bancaire est opaque. La dette bancaire n'acquiert clairement un prix qu'en se titrisant. Or, comme son nom l'indique, la titrisation signifie un changement de nature.

Cette introduction d'un prix de marché inscrit les évolutions patrimoniales dans une logique qui n'est plus celle de la simple accumulation. Qu'il s'agisse de créances ou de dettes, la variation du stock ne se limite pas aux flux nets, mais intègre un nouveau terme : le gain (ou perte) en capital. C'est cet aspect qui sera développé plus en détail dans la seconde partie.

Les OPCVM de capitalisation ont mis en lumière la confusion entre les deux formes de rémunération de l'épargne, le revenu et le gain en capital. Ces deux moyens d'enrichissement sont évidemment équivalents pour les agents, notamment lorsqu'il s'agit d'OPCVM dits « monétaires ». Mais la vision économique traditionnelle, qui se révèle notamment au travers des systèmes de comptabilité nationale, les distingue nettement. Les revenus de l'épargne procèdent d'un prélèvement sur les profits, c'est-à-dire sur les revenus créés par l'association des facteurs de production. Les gains en capital s'apparentent à des plus-values, et résultent uniquement de mouvements de prix de marché. Or la confusion entre revenus et gains en capital, qui s'accroît avec la plus grande fongibilité des actifs financiers, n'est pas relative aux seuls ménages, ni aux seuls OPCVM monétaires. Une notion de revenu économique au sens de Hicks, qui additionne les revenus disponibles au sens de la comptabilité nationale et les plus ou moins-values latentes, devient progressivement la seule notion pertinente en regard d'évolutions réelles de consommation et d'investissement. Ainsi, les analyses récentes des comportements de consommation adoptent-elles des approches spécifiques où sont distingués revenu du travail et revenu du capital³.

L'évaporation des bons risques

Les années quatre-vingt ont connu simultanément une extension des risques, et une modification de la gestion globale des risques.

D'une part, les débiteurs autrefois considérés par les banquiers comme de « bons risques » perdent peu à peu cette qualité. Par ordre chronologique, les Etats souverains, les particuliers et les collectivités locales sont de moins en moins tenus *a priori* pour des débiteurs à faible risque.

³ P. Artus, E. Bleuze, F. Legros, J.P. Nicolai : Epargne des ménages, choix de portefeuille et fiscalité en France. *Revue Economique*, juillet 1991.

De plus les risques se diversifient. Au temps du financement administré, seul le risque de contrepartie était réellement considéré. Avec le flottement des monnaies sont apparus les risques de change qui prennent une place grandissante avec l'internationalisation et suscitent des marchés de couverture. La fin de l'administration des taux d'intérêt, et la modification du circuit de recyclage des liquidités exposent davantage les créanciers à des risques de taux. Le risque de liquidité, qui était aisément contrôlable lorsque les banques se trouvaient en situation oligopolistique en tant qu'offreuses de moyens de financement et lorsque la Banque centrale assurait le refinancement, intervient désormais dans la gestion des trésoriers.

De nombreux exemples témoignent aussi d'une mutation de la gestion des risques. La technique des syndicats bancaires, qui a pour effet de mutualiser les risques entre plusieurs banques, fut amplement utilisée pour les prêts souverains⁴. Plus récemment, le développement des OPCVM remplit également ce rôle de mutualisation des risques de contrepartie, mais en les externalisant des bilans des banques⁵. Le recours croissant aux prêts à taux variables revient à transférer sur l'emprunteur un risque de taux assumé autrefois par le prêteur.

Cette extension des risques est concomitante, dans les années quatre-vingt, d'un accroissement global des risques financiers, et de la perception d'une plus grande fragilité financière. La principale directive réglementaire destinée à freiner ce mouvement concerne l'instauration des ratios prudentiels. Les ratios Cooke instaurent au niveau micro-économique, une couverture des crédits par les fonds propres, destinée à réduire le risque d'insolvabilité. A un niveau macro-économique, le fait que les fonds propres soient eux-mêmes porteurs des risques de dépréciation accroît cependant le lien de dépendance entre les vagues boursières et la qualité du crédit. Et l'évaluation d'un ratio Cooke pour l'agrégat des établissements de crédit soulève la question de la consolidation ou non des participations croisées.

La notation est une solution au problème de l'information sur les risques dans un marché décentralisé. Si elle remplit en partie cette fonction, la notation se cantonne au niveau micro-économique. Aucune agence ne signalera les risques de marché puisque les critères de déclenchement d'une bulle spéculative font défaut. Une bulle n'apparaît comme telle qu'après avoir éclaté. Les « fondamentaux » ne sont invoqués qu'« après la bataille ».

Les « fondamentaux » soulèvent précisément des problèmes d'évaluation macro-économique que l'absence de certains marchés rend insolubles. La logique de la régulation bute sur une limite d'incomplétude.

⁴ La technique des pools bancaires, très ancienne, était plutôt appliquée à des prêts aux résidents et participait d'une gestion de place.

⁵ L'escompte global opérait également un rôle de mutualisation des créances commerciales.

PROFITABILITÉ ET ILLUSION PATRIMONIALE

L'intégration physico-financière au niveau macro-économique semble jusqu'à présent se heurter au problème des conséquences du décloisonnement des marchés financiers. Les blocs financiers des modèles économétriques d'autrefois reposaient largement sur les hypothèses de l'économie d'endettement ; le financement par émission de titres jouaient un rôle à la fois négligeable et exogène, et l'évolution dynamique du couple crédit-dépôt, reproduisait celle du couple épargne-investissement. En outre, les taux d'intérêt étaient supposés fixés de façon quasi monopolistique par les banques, celles-ci étant adossées à la Banque de France qui assurait passivement le refinancement global.

Cette représentation apparaît désormais beaucoup trop réductrice. Elle n'attribue qu'un rôle annexe et marginal au marché financier, et revient implicitement à postuler que le crédit a pour seul objectif l'investissement productif, passant sous silence des arbitrages titres-dettes, et surtout le fait important que l'endettement bancaire puisse être consacré non pas à l'investissement mais à l'acquisition de titres.

C'est sur ce point que les évaluations récentes de la comptabilité nationale invalident le plus fortement cette représentation. Si, en 1973, les entreprises privées ne consacraient que 2,4 % de leurs ressources financières à l'achat d'actifs financiers, cette part s'élève en 1989 à 35,4 %. La situation patrimoniale est encore plus révélatrice. Fin 1990, la valeur de marché des actions détenues par les entreprises s'élève à plus de 7 000 milliards, à comparer aux 9 300 milliards de titres émis. Aussi bien en flux qu'en stock, les années quatre-vingt sont caractéristiques d'un accroissement continu du rapport entre les actions à l'actif et celles au passif, mouvement seulement interrompu sur les flux par les deux années de privatisation (*voir graphique*).

Ainsi, à partir de 1987 la contribution du marché financier aux financements des sociétés devient négative. Le fait que les entreprises achètent davantage d'actions qu'elles n'en émettent est probablement à rapprocher des flux d'investissements directs à l'étranger qui sont devenus particulièrement dynamiques. Mais l'éventualité d'un rachat d'actions aux ménages soulève des questions troublantes. Les entreprises pourraient-elles devenir intégralement « propriétaires d'elles-mêmes » ? Si l'intégralité des actions émises par les sociétés était détenue par les sociétés, ce qui semble curieux mais pas invraisemblable⁶, n'y aurait-il pas au niveau macro-économique, une indétermination globale de la valeur des entreprises ? Le rapprochement vers une telle situation d'indétermination peut-il être avancé comme fait explicatif de l'apparition de bulles boursières ?

⁶ Des historiens comme Jean Bouvier avaient déjà noté que, d'un point de vue quantitatif, les capitalistes ne jouaient qu'un rôle très secondaire dans le développement du système productif.

L'évaluation de la valeur des entreprises, au niveau macro-économique, a été l'objet de plusieurs études qui, réintégré dans un contexte de financement de marché, illustrent ce problème. Ainsi, par exemple, Malinvaud en proposant une mesure de la profitabilité, estime que les actifs financiers des entreprises, à l'exception des liquidités de trésorerie, ne constituent pas des créances en francs⁷. Artus assimile la valeur de l'entreprise à la valeur boursière des actions émises qui figure au passif, sans consolider celle-ci avec les actions acquises à l'actif⁸. Le développement des activités de placement des entreprises, qui coïncide avec la déréglementation financière, montre que ces simplifications deviennent inutilisables.

Le traitement de la dette dans ces deux approches est cependant significatif : Malinvaud, qui se place dans le cadre d'une économie d'endettement, estime ce qui s'apparente à un amortissement de la dette dû à l'inflation. A l'inverse, Artus propose des séries d'estimation de la valeur marchande de la dette à partir de la valeur nominale et d'hypothèses sur la durée de la vie de la dette.

Actualiser les schémas d'analyse

Durant la fin des années quatre-vingt, le flux annuel d'endettement des sociétés représente en France entre trois et quatre fois leur besoin de financement. Les charges d'investissement et d'exploitation ne constituent qu'une part minoritaire de l'appel à des financements externes. Le dernier rationnement de l'endettement des entreprises est supprimé avec la levée de l'encadrement du crédit en 1987. La contrepartie de cet endettement au passif réside dans l'acquisition d'actifs financiers inscrits à l'actif de leur bilan. Valorisés en comptabilité nationale, le capital financier excède désormais largement le capital non financier.

Que la motivation de cette acquisition de titres par les entreprises réponde à des stratégies de croissance externe ou de placement financier est, à ce niveau d'analyse, une question relativement secondaire. L'examen porte sur l'agrégat constitué par l'ensemble des entreprises. L'application de modèles micro-économiques sur des informations agrégées soulève des difficultés connues qui n'entrent pas dans ce débat. L'objectif est plutôt d'examiner si la déformation de la structure de l'actif des entreprises peut être la conséquence de procédés de valorisation des actifs dont l'hétérogénéité tient à une radicale incomplétude d'information.

Il y a toujours plusieurs façons de simplifier, pour le schématiser, le bilan d'une entreprise. Actuellement, la plus grande simplification admissible

⁷ E. Malinvaud : Essai sur la théorie du chômage, Calmann-Lévy.

⁸ P. Artus : Une note sur la validité du modèle de q de Tobin pour la France, Cahiers économiques et monétaires, n° 29.

requiert de conserver deux postes à l'actif, le capital non financier et les actions et participations. Or ces deux postes suivent des principes de valorisation très différents. Le bilan prend alors la forme suivante :

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Capital non financier</i>	<i>K</i>	<i>Solde</i>	<i>V</i>
		<i>Actions et participations</i>	<i>A</i>
<i>Actions et participations</i>	<i>P</i>	<i>Endettement net</i>	<i>D</i>

Comme il est d'usage, le capital non financier K comprend les bâtiments, équipements, terrains et actifs incorporels. Il correspond à la notion habituelle de capital productif, que les actifs qui le constituent soient eux-mêmes produits ou non.

Les actions et participations P ont été, comme on l'a dit, l'objet d'une progression très soutenue durant la décennie. La comptabilité nationale, qui développe ses propres procédés de valorisation, fournit une estimation spectaculaire de la déformation de la structure de l'actif des entreprises. Le ratio P/K s'établit à 71 % en 1988, contre seulement 14 % en 1982. Cette année constituait il est vrai un point exceptionnellement bas. En 1970, le ratio s'établissait à 28 %.

Seuls ces deux postes, K et P, sont retenus à l'actif du bilan considéré. Les liquidités et titres de créance sont soustraits à l'endettement dans une optique de consolidation assez habituelle. En matière notamment de crédits commerciaux, celle-ci permet de calculer une situation nette. Toutefois, concernant les liquidités et les titres monétaires ou obligataires, cette consolidation postule implicitement que, prises globalement, les entreprises ne sont pas soumises à des risques de liquidités ou de taux.

Au passif, l'endettement net D, comprend à la fois les dettes bancaires et les titres négociables, bien qu'il faudrait en toute rigueur les distinguer. Cette simplification repose d'une part sur le poids prépondérant des dettes bancaires, d'autre part sur le fait que les plus-values sur obligations ne concernent que marginalement les entreprises non financières par comparaison aux plus-values sur actions⁹.

Le poste du bilan, noté V, est en comptabilité nationale appelé valeur nette indépendante. En comptabilité privée, ce poste se rapproche plutôt d'une notion de réserve, ou de capitaux propres hors action (les actions figurent sur le poste A). Sa signification économique est aussi importante qu'ambiguë. Déterminant pour toute évaluation de taux de profit, il intègre,

⁹ Les billets de trésorerie, supposés à court terme, sont également exclus.

en tant que solde comptable, les conséquences de processus de valorisation différents. Ainsi ce poste ne saurait être réductible à une accumulation de flux d'autofinancement.

Avant de considérer les modalités concrètes de valorisation des postes de ce bilan, il paraît intéressant d'examiner les conditions d'application de chaque système de valorisation, selon le principe d'accumulation ou le principe de prix.

Le coût historique

L'évaluation des bilans selon le coût historique constitue assez largement le principe d'évaluation de la comptabilité privée. Aussi bien le capital (les immobilisations) que l'endettement sont appréciés à leur valeur d'entrée dans le stock. Les deux grandeurs ont le même principe d'évolution.

Cette similitude permet une appréciation simple de l'effet de levier, qui rapproche la rentabilité économique du taux d'intérêt apparent de la dette. Il y a encouragement à l'endettement en cas de levier positif, puisque la rentabilité des fonds propres est d'autant plus élevée que la dette a un poids important dans le passif. Mais ces ratios de rentabilité qui rapportent des flux à des encours ne peuvent être rapprochés que parce que les encours obéissent au même principe d'accumulation, sans effet de valorisation. En particulier, l'inflation anticipée n'affecte ni la dette, ni le capital.

105

La présence des actions à l'actif et au passif suppose dès lors un marché financier totalement parcellaire. Les actions à l'actif sont représentatives uniquement de liens de groupe entre maison mère et filiale, et la logique amène à consolider les termes P et A, afin de faire apparaître les fonds propres nets P-A. Pour que l'enregistrement de la valeur des actions soit révélateur, il importe bien sûr que le titre ne puisse être revendu. L'investisseur opte pour une rente, sans arbitrage de portefeuille possible, et la valeur du titre n'a rapidement plus de lien avec le flux actualisé de dividendes futurs. Le marché financier est inexistant. L'indétermination au niveau global porte sur le partage du profit entre dividendes, et mise en réserve dans V (provisions, réserves, report à nouveau). Elle ne peut être levée que si les prêteurs définissent arbitrairement des normes, ou s'ils ont un comportement d'imitation.

La comptabilité historique, comme son nom l'indique, n'apporte d'information que sur le passé de l'entreprise. Elle est muette sur ses perspectives, donc sur sa situation présente. Une même structure de passif sera favorable ou non selon le degré d'inflation. Celle-ci détermine aussi, à une date donnée, le moyen de financement de l'investissement (autofinancement, appel en fonds propres, endettement) qui optimise la structure du bilan. L'inaptitude de la méthode historique à fournir des ratios pertinents

de profitabilité dépend donc largement de l'inflation présente et passée. Mais fondamentalement, le principe d'accumulation suppose une organisation économique où ne sont marchands que les actifs produits au cours de la période, où tous les actifs produits passent par un marché et où ne sont immobilisés que des actifs produits antérieurement. En particulier, même en cas d'absence d'inflation et de marché financier, la comptabilité historique perd de sa fidélité lorsque, au sein du capital productif, devient prépondérante la part des actifs non valorisés par un marché (recherche, investissements immatériels...) ou des actifs non produits (terrains, gisements...). Ces derniers seraient censés non échangeables tout en ayant cependant été acquis... Cet antagonisme rappelle les anciens débats des classiques sur la rente et le profit.

Le prix de marché

La valorisation intégrale au prix de marché renverrait à un modèle d'organisation très irréaliste. Elle suppose bien sûr l'existence d'un marché pour tous les actifs, qu'ils fassent l'objet d'une production (ou d'une émission) au cours de la période ou antérieurement. Concernant les titres, la valorisation au prix de marché nécessite un second marché élargi sinon à tous les titres, du moins à l'ensemble des titres représentatifs de l'activité. L'efficacité du marché permet de faire coïncider le prix du titre avec la valeur actualisée des dividendes futurs anticipés. Les actions à l'actif peuvent être consolidées avec celles qui figurent au passif, et P-A représenterait le montant des fonds propres¹⁰.

La possibilité d'une valorisation du capital productif au prix de marché suppose des conditions intéressantes. L'existence d'un marché de biens d'équipement d'occasion suppose que le marché fixe un prix à l'usure et à l'obsolescence. Les investissements immatériels doivent aussi pouvoir être cédés. Autrement dit, la valorisation au prix de marché suppose l'absence de coûts irrécupérables, c'est-à-dire des marchés parfaitement contestables. Si la théorie des marchés contestables apporte des développements féconds dans l'étude de la concurrence, ses prémisses reposent sur la présomption d'un système de prix complet, et étendu en particulier aux actifs constitutifs du capital productif.

C'est en matière d'endettement que la valorisation au prix de marché pose les conditions les plus exigeantes. Toute la dette doit se présenter sous forme de titre afin d'être valorisable par la demande, et la dette bancaire n'a pas sa place dans une telle situation. Corrélativement, une telle organisation exclut la monnaie. On retrouve aussi par ce biais certaines visions libérales qui

10 En particulier s'appliquerait le théorème de Modigliani Miller d'indépendance de la structure financière sur la valeur de l'entreprise, celle-ci étant distincte de sa valeur patrimoniale.

envisagent que les dépôts bancaires puissent comporter des gains ou pertes en capital¹¹. La fongibilité intégrale de tous les actifs implique à l'extrême que l'actif constitué par l'unité monétaire devienne, lui aussi fongible (ce qui est contradictoire avec la notion de fongibilité et avec celle d'unité).

Du fait du processus continu de valorisation par le marché, le solde V est nul. Toute mise en réserve se répercute automatiquement sur la valeur du titre. Ou, symétriquement, l'investissement futur que cette mise en réserve autorise engendre des profits futurs qui accroissent la valeur du titre. La distinction entre l'entité juridique de l'entreprise et la personnalité de ses actionnaires s'efface. Les ménages sont intégralement détenteurs de la richesse des entreprises puisque, celle-ci étant mobilisable, l'entreprise ne saurait accumuler pour son compte propre¹². Valeur patrimoniale et valeur de marché coïncident (le ratio de Tobin est égal à 1).

La valorisation empirique

La comptabilité historique, tournée vers le passé, bénéficie de son pragmatisme. La valorisation au prix de marché, tournée vers le futur, a l'avantage de sa pertinence. Navigant entre ces deux logiques irréconciliables, la comptabilité nationale s'efforce de marier contraintes et principes. Elle applique à chaque poste du bilan une démarche cohérente. Mais l'hétérogénéité des états de marché relatif à chaque actif patrimonial rend impossible la cohérence de l'ensemble. Les deux postes à l'actif du bilan, le capital K et les actions P, ne sont pas valorisables dans le même système puisque leur fongibilité est radicalement différente.

L'évaluation du capital productif au coût de renouvellement s'interprète comme une valorisation aux coûts historiques avec une mise à jour des prix. En conséquence, la variation de K comporte un terme de flux net d'investissement et un terme de valorisation qui s'apparente à une plus-value (non réalisable).

$$\Delta K = I + \Delta p \cdot K \quad (\Delta p \text{ étant l'accroissement des prix})$$

Les analyses de profitabilité accordent un rôle particulier au terme $\Delta p \cdot K$. Soit il est interprété comme un amortissement de dette, soit il est réintégré dans la décomposition comptable du ratio dette/capital.

Mais, en dehors des questions liées à l'absence d'observation de prix (valorisation de l'effet qualité, actifs incorporels...), le terme K procède d'une reconstitution. L'approche rationnelle suppose que les agents opèrent ce

¹¹ F. Fama : Banking in the theory of finance, *Journal of Monetary Economics* n° 6, 1980.

¹² Il serait intéressant de se demander quelle est dans cette configuration la « valeur du contrôle » qui se révèle actuellement lors des opérations de fusion acquisition.

calcul eux-mêmes. L'élément essentiel est que l'inflation est le seul moyen de plus-value sur cet actif. La valorisation du capital ne saurait obéir à la loi de la demande.

La valorisation au prix de marché des actions, qu'elles soient ou non cotées, suppose des plus-values identiques sur les titres cotées et les titres non cotés, c'est-à-dire la représentativité des titres cotés. Si l'hypothèse de représentativité est acceptable, ce principe de valorisation néglige la valeur de l'option de liquidation des titres cotés, puisque leur détention affranchit l'investisseur de la contrainte de liquidité. Inversement, la détention d'un titre faiblement réalisable accroît la « valeur de contrôle » attachée à ce titre.

Il y a là un biais important en période d'ouverture du marché, c'est-à-dire d'accroissement de la part des titres réalisables dans l'ensemble des titres. La difficulté d'évaluation des plus-values réelles tient, semble-t-il, à l'ignorance des effets de l'accroissement du degré global de liquidité des actifs¹³.

La dette, rappelons-le, est censée d'être composée entièrement de dette bancaire. L'endettement obligataire, les billets de trésorerie ou les crédits commerciaux sont supposés ne jouer qu'un rôle marginal dans le bilan. Le terme D apparaît donc en valeur nominale, et obéit au strict principe d'accumulation.

Le terme V, « fond propre hors actions », recueille en tant que solde l'hétérogénéité des modes d'évaluation des différents postes. L'accroissement de V se décompose en un terme de flux d'autofinancement, qui dépend du différentiel entre rentabilité et taux d'intérêt, et un terme de gain en capital. Ce dernier dépend de l'inflation (plus-value non mobilisable sur le capital productif) et des gains de marché sur titre (plus-value mobilisable ou non sur actions). De surcroît, les gains sur actions ont sur V un effet incertain selon qu'ils affectent davantage le terme P (placement à l'actif) ou le terme A (fonds propres au passif).

L'illusion patrimoniale

Le souci de réintégrer, dans le processus de décision des acteurs, les conditions de la création de l'information dont ils disposent, apparaît pragmatique. Mais ce parti impose des hypothèses sur les objectifs des acteurs qui, par rapport aux modèles habituels, constituent des remises en question radicales, et donc discutables. Toutefois, puisqu'aucun modèle de comportement n'offre actuellement d'explication rationnelle au mouvement, observé au niveau macro-économique, d'acquisition de titres par les entreprises contre l'endettement, les hypothèses suivantes fournissent un cadre d'analyse cohérent, bien qu'appuyé sur des imperfections fortes.

¹³ Le ratio entre volume des titres cotés et volume des titres non cotés, associé avec le volume des échanges, serait un indicateur global de fongibilité susceptible de fournir une évaluation des plus-values réelles.

L'hypothèse de comportement des entreprises s'exprime ainsi : l'objectif des entreprises porte sur la maximisation de V , et non pas, comme dans les modèles habituels, sur la maximisation de la somme actualisée des profits nets de dépenses d'investissement. Cette supposition repose sur l'indétermination quant à la valorisation future des recettes (commerciales ou financières), selon qu'elles sont affectées à l'investissement physique (K) ou financier (P).

Les mouvements de gains en capital affectent différemment la détermination de V qui, rappelons-le, est un solde. L'inflation et les plus-values sur actif financier accroissent V . Les plus-values sur passif financier, au contraire, ont pour effet de peser sur V puisque, toutes choses égales par ailleurs, elles déprécient le flux d'autofinancement antérieur. La dette, bien sûr, ne comporte pas de gain en capital.

En période de ralentissement de l'inflation et d'ouverture du marché financier, ouverture qui valorise les titres par l'option d'arbitrage qu'ils acquièrent, l'entreprise prise isolément a intérêt à acquérir des titres par endettement. Le mouvement s'entretient puisque la demande pousse les prix. Il ne s'agit pas nécessairement d'éviction de l'investissement productif par l'investissement financier, puisque l'entreprise peut avoir parallèlement intérêt à accumuler du capital si la rentabilité future est supérieure au coût de la dette associée. Mais cette « entreprise actionnaire » isolée fait preuve d'une « illusion patrimoniale » puisque, au fur et à mesure que l'ensemble des entreprises détiennent une part importante du marché financier, c'est-à-dire que le ratio global P/A se rapproche de 1, toute valorisation de P se répercute sur la valorisation de A et devient finalement neutre, au niveau global sur V .

Le terme du processus est, comme on l'observe actuellement, un ratio actif/passif des actions proches de 1, un marché boursier qui perd son dynamisme, et un endettement accru des entreprises en contrepartie de titres. Elles se trouvent donc davantage exposées aux risques financiers. Les risques de rétroaction des perturbations financières sur la sphère réelle s'en trouvent accrus.

L'approche proposée dans cet article consiste en un premier temps à interpréter la déréglementation à l'œuvre dans les années quatre-vingt comme un décloisonnement entre le circuit du crédit et le marché des titres. L'effet attendu de ce décloisonnement était une homogénéisation des rendements sur ces deux types de financement. L'effet observé a été, dans une très large mesure, l'alimentation d'un circuit par un autre. Le marché des titres, et en premier lieu le marché des actions, a trouvé la contrepartie globale de son dynamisme dans un endettement accru des agents. Contrairement à l'économie d'endettement où les crédits « font les dépôts »,

les crédits dans un marché décloisonné « font les titres » au sein d'une dynamique d'évolution très soutenue, sans commune mesure avec les évolutions inscrites dans l'activité réelle.

Les dérives nominales affectent en conséquence la valeur des titres et non plus celle des produits. L'excès de crédit qui, dans une économie d'endettement, occasionne une poussée inflationniste engendre, dans une économie décloisonnée, une revalorisation « inflationniste » d'actifs patrimoniaux.

Les entreprises non financières sont le vecteur principal du mouvement d'acquisition de titres en contrepartie d'endettement bancaire. Dans une deuxième partie, ce papier propose un fondement à ce comportement qui dépasse les interprétations en termes de spéculation. L'accroissement conjoint des titres à l'actif et l'endettement au passif répond à un objectif de maximisation d'une valeur spécifique de l'entreprise, la valeur nette indépendante, qui est déterminée empiriquement dans un contexte d'information incomplète. L'approche tente ainsi d'endogénéiser la « production d'information » nécessaire au calcul de cette valeur.

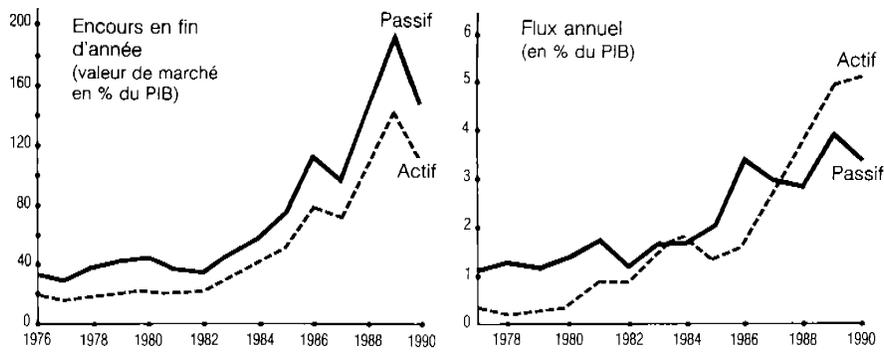
Cette production d'information repose sur deux procès de valorisation concurrents, la valeur historique et la valeur de marché. Cette coexistence trouve sa nécessité dans l'inégal fongibilité des différents postes du bilan. L'actif le moins fongible est le capital installé à l'actif, puisqu'il suppose une immobilisation due à la mise en œuvre de la combinaison productive. Faute d'un marché actif, sa valorisation obéit à un principe historique, comme l'endettement bancaire. A l'opposé, les titres de propriété sur le capital sont susceptibles de répondre partiellement à une valorisation de marché.

Un accroissement de la fongibilité des titres permet alors l'amorçage d'une dynamique d'acquisition à crédit de titres. La plus grande activité tend à propager une valorisation au prix de marché de ces actifs et à en accroître la demande puisqu'ils bénéficient d'une plus grande liquidité. De part l'ambivalence de son mode de détermination, la valeur nette indépendante des entreprises s'accroît alors en cas d'acquisition à crédit de titres. Celle-ci ne relève pas tant d'un arbitrage spéculatif que d'une illusion patrimoniale. Le décloisonnement entre le circuit du crédit et le marché des titres constitue alors la condition permissive du développement de ces flux financiers.

Le mouvement arrive à saturation lorsque les entreprises détiennent à leur actif une part prépondérante des titres émis au passif, auquel cas l'incidence des plus-values sur titres est globalement neutre sur la valeur nette.

Graphique 1

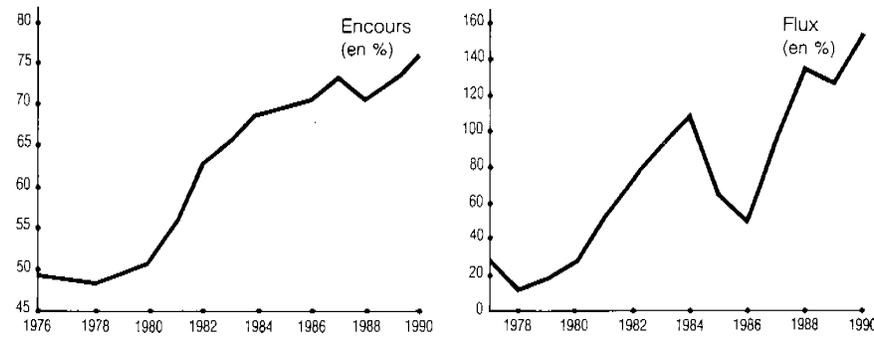
LES ACTIONS À L'ACTIF ET AU PASSIF
DES ENTREPRISES PRIVÉES



Graphique 2

RATIO ENTRE ACTIONS ACQUISES (ACTIF)
ET ACTIONS ÉMISES (PASSIF)

111



Source : Comptabilité nationale, TOF 1990.