

Le financement de l'industrie : différenciation ou homogénéisation ?

Olivier DE BANDT*

Adjoint de Direction - Direction générale des études - Banque de France

A l'heure où, malgré les vicissitudes de l'automne 1987, une partie importante de l'allocation du capital repose sur des marchés de titres négociables, les interrogations sur les modalités de financement de l'industrie demeurent d'actualité. L'histoire de la pensée économique a, certes, révélé qu'il a toujours existé un courant niant la spécificité du financement du secteur productif par rapport à celui de l'économie globale. En sens inverse, de nombreux auteurs et des praticiens éminents de la finance ont montré que les relations entre la finance et l'industrie ne se réduisaient pas à des considérations techniques, mais faisaient partie intégrante du champ de l'économie. Vieux débat, dira-t-on, dont on retrouve des traces dans le conflit entre monétaristes et keynésiens. Néanmoins, les mutations et innovations en cours, au-delà du risque de « déconnexion » entre la « sphère réelle » et « financière », imposent de faire le bilan des interrogations qui subsistent.

75

Tout d'abord, existe-t-il un modèle de financement qui soit supérieur aux autres ? De plus, à côté de la nécessité d'une certaine liquidité des marchés financiers, quel est le niveau adéquat de mobilité du capital ? Si on peut souhaiter l'émergence de solidarités et de relations privilégiées entre le secteur productif et le système financier, il importe aussi de ne pas ignorer les risques de position dominante ou de « contrôle » de l'un des acteurs sur l'autre, qui seraient contraires à la logique des marchés¹. On retrouve là la question de l'opportunité ou non des « noyaux durs » (ou des « groupements d'actionnaires stables ») dans les entreprises privatisées.

Ces interrogations se font d'ailleurs plus pressantes dans la perspective du Marché unique de 1993. Toute nouvelle phase d'internationalisation des systèmes financiers et des appareils productifs, de même que les périodes de restructurations, conduisent à relancer le débat sur les mérites respectifs de tel ou tel système financier national et sur sa capacité à permettre la nécessaire adaptation de l'industrie. Or, dans pareil cas, apparaît souvent la tentation d'un certain « ethnocentrisme », qui n'est pas toujours justifié. Le débat, né de la crise financière de 1987, sur le développement des offres publiques d'achat — qui ne sont que l'aspect le plus spectaculaire d'un

* Cet article reprend les principaux éléments de la thèse de doctorat *ès sciences économiques* de l'auteur intitulée « Analyse comparative des structures de financement du secteur productif » et soutenue en juillet 1988 à l'université Paris-Nord, sous la direction de M. Olivier Pastré. L'auteur tient à lui exprimer ici sa reconnaissance, tout en engageant sa responsabilité quant aux idées qu'il exprime.

1 — Ou à l'indépendance nationale.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

mouvement de fusions-acquisitions² — et l'opinion selon laquelle la réglementation ou les traditions étrangères sont *a priori* meilleures, relèvent de ce type de réaction.

Une analyse statistique révèle qu'à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, les relations entre la finance et l'industrie étaient effectivement assez fortement typées selon les pays. Cependant les différents pays industrialisés se sont ensuite adaptés, chacun à leur manière, au vaste mouvement d'homogénéisation des structures de financement du secteur productif. Pour bien comprendre cette dialectique de la transformation des relations entre la finance et l'industrie, il conviendra donc, en premier lieu, de faire le bilan de la phase de diversité des modèles nationaux de financement, qui s'est achevé au premier tiers des années quatre-vingt.

DES STRUCTURES DE FINANCEMENT FORTEMENT TYPÉES JUSQU'À LA FIN DES ANNÉES SOIXANTE-DIX ET AU DÉBUT DES ANNÉES QUATRE-VINGT

Jusqu'au début des années quatre-vingt, les systèmes de financement du secteur productif ont été relativement divergents. Rappelons-en les principales caractéristiques avant d'en mesurer les conséquences sur les structures financières des firmes industrielles.

DES SYSTÈMES FINANCIERS QUI SE SONT DISTINGUÉS SUR LE PLAN DES COMPORTEMENTS ÉCONOMIQUES ET DES MÉCANISMES INSTITUTIONNELS

La question de l'adéquation des différents systèmes financiers aux besoins du secteur productif est au croisement de plusieurs préoccupations analytiques.

• Tout d'abord, rappelons, pour mémoire, qu'il a existé, pendant longtemps, *une opposition entre les pays* dont le système financier faisait partie de la catégorie *d'économie d'endettement* — dans lequel l'ajustement des capacités aux besoins de financement était assuré par l'intermédiation de bilan des institutions financières — *et ceux dont le système financier était traditionnellement caractérisé par un rôle plus important des marchés de titres négociables*. Jusqu'au début des années quatre-vingt, la France et le Japon faisaient clairement partie de la première catégorie. La RFA constituait un « cas impur d'économie de marché » en raison de l'importance du financement bancaire des entreprises, alors que le Royaume-Uni était devenu un « cas impur d'économie d'endettement ». En effet, dans ce dernier pays, le financement du secteur productif s'était progressivement transformé au cours des années soixante-dix, sous l'effet des difficultés financières croissantes des entreprises et de la désorganisation des marchés financiers à la suite des fortes fluctuations des taux d'intérêt³.

• *Le degré d'intervention des pouvoirs publics* sur le système financier et sur le secteur productif a, lui aussi, été à l'origine d'un clivage entre les pays. Si, comme l'a montré J. Schumpeter, le développement du crédit bancaire fait clairement partie de la logique du capitalisme libéral, le recours à l'appareil de crédit constitue aussi le vecteur approprié de l'intervention publique. Ainsi, les travaux de J. Zysman⁴ ont mis

2 — Cf. Muldur U. — *Le développement des fusions et acquisitions dans le secteur financier : causes et conséquences*. — *Revue d'Économie Financière* n° 4, mars 1988.

3 — Cf. Renversez F. — *Une approche du concept d'économie d'endettement*. — *Les Cahiers du Cernea*, n° 6, 1985.

4 — Zysman J. — *Governments, markets and growth*. — *Cornell Univ. P.*, 1983.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

en lumière qu'une des conditions nécessaires de l'intervention de l'État sur le secteur productif est l'existence d'une situation de dépendance des entreprises vis-à-vis du système bancaire et de ce dernier vis-à-vis de l'État. Si ce schéma était, peu ou prou, respecté pour le Japon dans l'après-guerre et pour la France jusqu'à la fin des années soixante-dix, le Royaume-Uni, les États-Unis et, dans une moindre mesure, la RFA se sont trouvés, au moins jusqu'au milieu des années soixante-dix, dans une situation inverse, les pouvoirs publics adoptant un certain « abstentionnisme libéral »⁵.

● Ensuite, les modalités institutionnelles d'organisation du système de crédit ont montré que l'allocation de capital répondait à des critères différents selon les pays. En particulier, dans le cas de la RFA, les liens entre le système bancaire et le secteur productif ont été historiquement très étroits⁶. Les banques allemandes ont, depuis longtemps, détenu une part significative du capital des plus grandes entreprises allemandes, ce à quoi s'ajoutaient les droits de vote délégués sur les portefeuilles de titres déposés dans les banques, ainsi que les sièges qu'elles détenaient dans les conseils de surveillance. Au Japon, les pratiques de financement du système productif ont été comparables à celles qui existaient en RFA, du fait de l'importance des groupes financiers regroupant sociétés industrielles, banques et maisons de commerce. Aux États-Unis, l'interpénétration entre les capitaux bancaires et industriels, qui fut importante au début du siècle, s'est transformée depuis l'après-guerre. Aux liaisons directes se sont substituées des voies d'influence plus directes. En effet, l'exploitation de « failles » du *Glass Steagall Act* de 1933⁷ et notamment la possibilité pour les banques commerciales de gérer des comptes en « trust », de même que la diversification de l'offre de services financiers, ont accru les liens entre les banques et le secteur productif.

Parallèlement, les relations entre la finance et l'industrie étaient sans doute plus lâches au Royaume-Uni, où le système bancaire a toujours privilégié le financement des besoins courants d'exploitation par la fourniture de crédits à court terme. Toutefois, l'analyse des conséquences de ce phénomène a toujours été contreversée. Ainsi, la Commission Wilson, à la fin des années soixante-dix, avait accordé un relatif *satisfecit* aux institutions financières britanniques dans la fourniture de capitaux à l'industrie⁸. La France quant à elle, s'est située dans une position intermédiaire compte tenu de l'importance des liens de participations interfirmes, comme au Japon et en RFA, et de l'existence de groupes financiers détenant des participations significatives dans l'industrie française⁹.

● Enfin, et de façon un peu plus marginale eu égard aux montants en question, le financement des entreprises de petite taille sous forme de *capital risque*, inspiré de l'exemple américain, s'est développé de façon plus sensible au Royaume-Uni que dans les pays du continent européen et au Japon. Ainsi, au début des années quatre-vingt, le capital total des sociétés de capital risque était, aux États-Unis, cinq fois plus grand qu'au Royaume-Uni et vingt fois plus grand qu'en France, en RFA et au Japon. De même, pouvait-on observer que les capitaux disponibles en Europe provenaient davantage des institutions financières et des grandes entreprises que des investisseurs individuels, plus nombreux aux États-Unis.

5 — Toutefois, en RFA, les banques ont pu être amenées à collaborer avec les pouvoirs publics pour certaines opérations.

6 — Cf. les travaux précurseurs de E. Hilderding au début du siècle, mais aussi de J. Cable « *Capital market information and industrial performance : the role of west german banks* », *The Economic Journal*, mars 1985.

7 — Celui-ci interdit aux banques commerciales de participer directement au capital des entreprises industrielles (voir rubrique « L'Histoire au présent »).

8 — Malgré les critiques des *trade unions*, d'une part, et d'une partie du patronat, d'autre part.

9 — Voir les travaux de F. Morin sur la France.

CONSÉQUENCES SUR LES STRUCTURES FINANCIÈRES DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES (1971-1983)

Tout en faisant abstraction des disparités entre les pays en matière d'imposition des résultats des entreprises — qui ont un rôle relativement spécifique par rapport au fonctionnement du système financier pris au sens strict¹⁰ — on peut chercher à mesurer, de façon empirique, les conséquences, sur les structures financières des firmes, des différences mises en évidence dans les relations entre la finance et l'industrie. L'analyse comparée des structures de financement des secteurs industriels sur la période 1971-1983 et pour les cinq plus grands pays (États-Unis, Japon, RFA, France, Royaume-Uni) conduit alors à révéler l'existence de différences à trois niveaux : dans les structures de bilan, de résultat, et dans leur liaison avec les indicateurs de performance dans le domaine de l'activité productive¹¹.

• *Les structures de bilan.* Le poids des fonds propres (fonds propres/dettes) fait apparaître, malgré le caractère relativement peu satisfaisant du nominalisme comptable, une hiérarchie opposant, d'un côté, les États-Unis et le Royaume-Uni, caractérisés par le haut niveau des fonds propres, et de l'autre, le Japon et la France, pays dans lesquels le poids des fonds propres dans le passif des firmes est plus faible. La RFA se situe, quant à elle, dans la frange haute du second groupe. Le classement établi entre les pays est stable (en dépit de fortes disparités intersectorielles), que l'on rapporte les fonds propres à l'ensemble des dettes ou que l'on exclut le crédit inter-entreprises de ces dernières. Toutefois, en terme d'endettement « net » des valeurs réalisables et disponibles figurant dans l'actif à court terme, la RFA se rapproche plus nettement du premier groupe de pays. Ensuite, les corrélations que l'on peut établir, pour chaque pays, au niveau intersectoriel, entre les différents ratios mesurant l'importance des fonds propres sont plus fortes en France, en RFA et au Japon qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. Cela tient en partie à l'existence, au cours de la période analysée, de comportements particuliers de gestion du bas de bilan dans les deux derniers pays (comme dans le cas de la construction électrique aux États-Unis). Enfin, la distribution intersectorielle des ratios de fonds propres (voir tableau 1) montre que, sur la base du coefficient de variation (écart type/moyenne), les disparités sont plus fortes dans les pays qualifiés d'économie d'endettement que dans les autres. Ce résultat demeure inchangé si l'on élimine les secteurs les plus « atypiques » (raffinage au Japon, sidérurgie en France, construction navale au Royaume-Uni). Pour expliquer cette différence, on peut avancer l'idée d'un attachement plus marqué, dans les pays anglo-saxons, à la notion de « norme financière » dont le respect conditionne l'accès à faible coût aux marchés de capitaux¹². Les autres pays sont caractérisés, au niveau intersectoriel, par des structures d'endettement plus instables¹³.

10 — On évoquera seulement la fiscalité affectant le capital risque.

11 — En ce qui concerne les fondements méthodologiques d'une comparaison des structures comptables et l'élaboration des concepts homogènes, nous renverrons le lecteur à notre thèse. Nous ajouterons que des travaux d'homogénéisation des concepts comptables ont été réalisés dans le cadre de la Commission des communautés européennes (programme Bach). Les analyses qui suivent portent quant à elles sur des comptes financiers des secteurs à un niveau de désagrégation relativement fin (15 à 20 secteurs, selon les pays) de l'industrie manufacturière.

12 — Si cette « norme » a une certaine portée explicative, force est d'admettre son caractère relatif dans le temps face à la croissance du taux d'endettement des entreprises américaines. Ainsi, il y aurait, au niveau intersectoriel, une déformation relativement homothétique des structures de bilan.

13 — Dans la mesure où le niveau moyen est plus faible qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, une plus forte dispersion du ratio signifie qu'il existe certains secteurs dont les fonds propres sont nettement plus réduits qu'ailleurs. Cela ne signifie pas pour autant des structures plus instables dans le temps (cf. a contrario les travaux de M. Aglietta sur les États-Unis), mais notre matériau statistique ne nous permet pas de le tester de façon précise, compte tenu de non-corrrection des effets de l'inflation.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

TABLEAU 1

DISPERSION INTERSECTORIELLE DES RATIOS DE FONDS PROPRES (1971-1983)

FONDS PROPRES	DETTES TOTALES (y compris crédits inter-entreprises)	DETTES FINANCIÈRES ET BANCAIRES
ÉTATS-UNIS		
— Tous secteurs	0,20 — 0,30	0,23 — 0,31
— Hors raffinage	0,15 — 0,23	0,20 — 0,27
RFA		
Tous secteurs	0,40 — 0,59	0,40 — 0,60
ROYAUME-UNI		
— Tous secteurs	0,29 — 0,35	0,21 — 0,30
— Hors construction navale	0,25 — 0,31	0,21 — 0,29
FRANCE		
— Tous secteurs	0,35 — 0,46	0,30 — 0,40
— Hors sidérurgie	0,32 — 0,44	0,36 — 0,48
JAPON		
— Tous secteurs	0,43 — 0,54	0,40 — 0,60
— Hors raffinage	0,33 — 0,49	0,34 — 0,57

NB :

• Pour chaque pays on indique l'intervalle à l'intérieur duquel se sont situés, au cours de la période étudiée, les coefficients de dispersion (écart type/moderne) au niveau intersectoriel. Si on raisonne sur la base du ratio dettes/fonds propres, les disparités sont encore plus importantes en France et au Japon, compte tenu du poids de l'endettement dans certains secteurs.

• On indique les résultats du même calcul, si on retire le secteur qui déforme, de façon significative, la distribution du ratio fonds propres/dettes, c'est-à-dire dont l'écart à la moyenne est important en valeur absolue (vers le bas, ou vers le haut comme aux États-Unis).

79

Si l'on rapproche des fonds propres les seules *dettes à long terme* (c'est-à-dire le ratio dettes à long terme/fonds propres, encore appelé taux d'endettement à long terme), ressort la forte spécificité du Royaume-Uni, dont le taux est le plus faible alors que les autres pays se situent à des niveaux voisins¹⁴. Une étude approfondie révèle donc que la catégorie des pays anglo-saxons n'est pas homogène puisqu'existe un clivage entre les États-Unis et le Royaume-Uni. Ajoutons de plus que c'est dans ce dernier pays que l'on rencontre les plus fortes disparités intersectorielles du taux d'endettement à long terme.

Lorsque ces indicateurs sont mis en relation avec le financement des immobilisations, on constate aussi qu'au niveau intersectoriel les dettes à long terme et les fonds propres sont assez largement complémentaires aux États-Unis et au Japon alors qu'ils sont plus substituables en France¹⁵. Toutefois, cette divergence est en partie le résultat du comportement spécifique de secteurs en difficulté (comme la sidérurgie en France), dont le financement par l'endettement à long terme s'est fait largement sous l'impulsion des pouvoirs publics.

¹⁴— En fait, au sein des dettes à long terme on ne trouve au Royaume-Uni que l'endettement obligataire, et en RFA, que les dettes à plus de cinq ans. En revanche, au Japon, une partie des provisions sont incluses dans les dettes à long terme. Mais cela n'explique pas la situation particulière du Royaume-Uni.

¹⁵— Lorsque le poids des immobilisations s'accroît en pourcentage de l'actif, il y a augmentation du taux d'endettement à long terme (dettes à long terme/fonds propres) en France mais pas aux États-Unis ni au Japon ; dans ces deux pays, on constate, en revanche, que l'amélioration du niveau du fonds de roulement (fonds propres + dettes/immobilisations) s'explique aussi bien par la croissance des fonds propres rapportés aux immobilisations que de l'endettement à long terme.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

• Les indicateurs de résultats

— Le niveau de l'endettement est, pour une part, fonction du « taux d'intérêt apparent de la dette » (frais financiers/dettes). On observe à cet égard que, sur la période étudiée, les disparités ont été plus importantes en France et en RFA que dans les autres pays¹⁶. Mais la France est le seul pays où les secteurs ayant un taux d'intérêt plus faible que la moyenne ont effectivement accru leur endettement (voir tableau 2). Encore faut-il préciser que cette liaison ne se vérifie que jusqu'en 1979.

TABLEAU 2

DISPERSION INTERSECTORIELLE DU TAUX D'INTÉRÊT APPARENT DE LA DETTE* MESURÉE PAR LE COEFFICIENT DE VARIATION

Intervalle de variation du coefficient (1971-1983)	
FRANCE	0,20 — 0,30 ¹
ROYAUME-UNI	0,09 — 0,13
ÉTATS-UNIS	0,13 — 0,17
JAPON	0,15 — 0,16 ²
RFA	0,17 — 0,23 ³

* — Frais financiers/dettes totales.

1 — Diminution du coefficient sur toute la période.

2 — De 1975 à 1978 seulement, faute d'information au niveau désagrégé sur toute la période.

3 — Augmentation du coefficient sur toute la période.

— En matière de résultat d'exploitation, cette structure de l'offre de fonds prêtables s'est traduite, au cours des années soixante-dix, par l'existence de stratégies, plus ou moins marquées selon les pays, visant à tirer profit de l'effet de levier. Cette caractéristique peut se mettre en évidence à deux niveaux. D'une part, la liaison entre le recours à l'endettement et la faiblesse des résultats d'exploitation¹⁷ est un phénomène très marqué au Japon, mais aussi, de façon moins accentuée, en France. D'autre part, dans l'optique des actionnaires, le recours à l'endettement permet à certains secteurs d'améliorer la rentabilité de leurs capitaux propres¹⁸. Toutefois, sur ce dernier point, on ne constate de corrélation significative que pour les firmes allemandes.

Dans le cas de la France, cette relation ne se vérifie que pour les années antérieures à 1979 ; au-delà de cette date, l'effet de levier a joué de façon négative. En ce qui concerne le Japon, c'est dès le milieu des années soixante-dix que l'on observe ce dernier phénomène : en effet, compte tenu de l'importance de l'endettement, le poids des frais financiers a empêché les secteurs fortement endettés d'obtenir une rentabilité satisfaisante de leurs capitaux propres. Les corrélations sont de signe identique aux États-Unis. En revanche, aucune relation significative n'apparaît pour le Royaume-Uni.

16 — Même si les variations dans le temps ont été plus fortes aux États-Unis. En effet, la flexibilité des taux d'intérêt au niveau macro-économique est une des caractéristiques de l'économie de marché, par opposition aux économies « de financements administrés » (cf. le rapport sur « Les perspectives de financement de l'économie française », sous la présidence de Ph. Lagayette, Commissariat général au plan, 1987). Selon la taille des entreprises, autre typologie envisageable, les disparités sont plus fortes en RFA et en France qu'au Japon (cf. le rapport du Conseil national du crédit sur le « Coût du crédit aux entreprises selon leur taille », juillet 1988).

17 — Excédent brut d'exploitation/(fonds propres + dettes).

18 — (Excédent brut d'exploitation - frais financiers)/fonds propres.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

TABLEAU 3

CORRÉLATION ENTRE LES RATIOS DE FONDS PROPRES ET LES INDICATEURS DE RENTABILITÉ APRÈS DÉDUCTION DES FRAIS FINANCIERS [(ebe-ff)/fonds propres] (1971-1983)

FONDS PROPRES	DETTES TOTALES	DETTES FINANCIÈRES ET BANCAIRES
ÉTATS-UNIS		
(fin de période)		
— Tous secteurs	0,25 — 0,60	0,30 — 0,45
— Hors raffinage	0,40 — 0,70	0,30 — 0,60
RFA		
Tous secteurs	- 0,24 — - 0,58	- 0,31 — - 0,55
FRANCE		
— Tous secteurs	- 0,24 — - 0,76	- 0,23 — - 0,57
— Hors sidérurgie	- 0,24 — - 0,76	- 0,23 — - 0,57
JAPON		
— Tous secteurs	0,34 — 0,58	0,27 — 0,66
— Hors raffinage	0,28 — 0,62	0,27 — 0,66

NB : Intervalle de variation, sur la période considérée, du coefficient de corrélation linéaire intersectoriel.
— Résultats statistiquement non significatifs pour le Royaume-Uni, sur toute la période, et pour la France à partir de 1980.

• *L'activité productive.* Néanmoins, l'approche des différences de structure financière des firmes industrielles dans la seule perspective comptable peut apparaître partiellement réductrice, d'où la nécessité d'intégrer, comme variable explicative, des indicateurs de comportement économique ou de performance dans le domaine de l'*activité productive*. L'analyse comparée met alors en évidence l'existence de deux groupes de pays (cf. tableaux en annexe)¹⁹.

— D'un côté, figure le Japon, dont on peut rapprocher la RFA, mais aussi, dans une moindre mesure, les États-Unis. Les secteurs fortement exportateurs et qui investissent relativement plus que les autres y ont une structure financière solide (c'est-à-dire un ratio fonds propres/dettes élevé) et des résultats satisfaisants (évalués par le taux de rendement). Cette situation est le reflet de la sélection du système financier, elle révèle aussi le dualisme qui existe au sein du secteur productif, entre les branches engagées à l'exportation et qui connaissent un fort rendement et une situation financière satisfaisante, et les autres qui sont plus dépendantes du système bancaire. Toutefois, en RFA, l'utilisation du levier de l'endettement par les secteurs traditionnels et peu exportateurs rend moins significative et inverse même, par rapport au Japon, le sens des corrélations que l'on peut établir avec les indicateurs de rendement et de rentabilité. Ainsi, les secteurs exportateurs ressortent avec un taux de rendement plus faible que la moyenne (c'est notamment le cas de la chimie). Il en est de même aux États-Unis où les secteurs exportateurs, qui ont des fonds propres élevés, dégagent des résultats plus faibles que les autres (mesurés par le taux de rendement ou de rentabilité).

19 — D'après la comparaison des résultats d'équations économétriques reliant, pour chacun des pays, la croissance de la FBCF en volume, ou le taux d'exportation, à différentes variables financières. Ces estimations ne sont présentées qu'à titre indicatif, compte tenu du caractère peu significatif d'équations portant sur un nombre réduit de secteurs.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

— D'un autre côté, figurent la France et le Royaume-Uni qui, au cours des années étudiées, présentent des caractéristiques comparables, opposées à celles des autres pays. En ce qui concerne la France, les secteurs qui investissent (ou dont la FBCF en volume s'est le plus accrue) ont eu, par rapport à la moyenne des secteurs, des fonds propres plus réduits — et non pas, plus élevés, comme dans les autres pays²⁰. Ensuite, les branches les plus exportatrices dégagent les résultats les plus faibles. Au Royaume-Uni, la croissance de l'investissement n'est statistiquement corrélée ni aux ratios de fonds propres, ni aux indicateurs de résultat, mais les branches qui exportent le plus sont aussi les plus endettées. Ceci témoigne d'un rôle plus marqué de l'intermédiation bancaire (de nature ancienne en France et de façon plus récente au Royaume-Uni) mais aussi d'une plus grande difficulté à s'insérer dans les flux internationaux d'exportation de produits manufacturés et à valoriser l'investissement. Indiquons enfin qu'il est difficile de faire apparaître des corrélations significatives entre la faiblesse du coût apparent de la dette et la croissance de la FBCF, à l'exception du cas de la RFA et de la France pour la période antérieure à 1978. Cette liaison, relativement bien intégrée dans les modèles théoriques, laisse en effet subsister de nombreuses interrogations sur le plan économétrique²¹.

Il apparaît donc que, jusqu'à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, les structures de financement du secteur productif ont reflété, pour une part, les performances et la compétitivité de ce dernier, d'où l'existence de fortes disparités entre les pays. Il a aussi été possible de mettre en lumière, de façon empirique, des différences de pratiques entre les pays dans la fourniture de ressources externes aux firmes industrielles. Mais il convient à présent d'envisager le processus de transformation des relations entre le secteur productif et le système financier engagé depuis lors, même si, certaines évolutions, comme la montée des taux d'intérêt, étaient déjà en germe dès ces années-là.

LA TRANSFORMATION ET L'HOMOGÉNÉISATION DES STRUCTURES DE FINANCEMENT DU SECTEUR PRODUCTIF DEPUIS LE DEUXIÈME TERS DES ANNÉES QUATRE-VINGT

Partant d'une situation dans laquelle les relations entre le système financier et le secteur productif étaient, comme nous l'avons vu, relativement typées, la période des années quatre-vingt a été marquée par l'émergence de nouveaux modes de relation entre la finance et l'industrie, assez largement comparables dans les différents pays industrialisés. Ils affectent tant les flux de financement que l'organisation et la logique d'ensemble des systèmes financiers. Ceci est la conséquence de l'évolution de l'offre du système financier et de la mutation du secteur productif, mais aussi de l'adaptation des pouvoirs publics à ce nouveau contexte.

20 — Ces résultats pour la France atténuent, dans une certaine mesure, les conclusions des modèles qui insistent sur l'existence, en France, d'une contrainte forte d'endettement, c'est-à-dire d'une limite au-delà de laquelle l'investissement ne progresse plus, les entreprises ne pouvant plus faire face à leurs charges financières, compte tenu d'un risque de faillite (cf. V. Levy Garboua et G. Maarek. — *La dette, le boom, la crise*. — Atlas Economica, 1985). En fait, de multiples effets jouent de façon contradictoire, d'où la difficulté d'obtenir des corrélations significatives en évolution au niveau macro-économique (cf. P. Artus et P. Sicsic. — *Modèles traditionnels et nouveaux de l'investissement : une remise en cause*. — Communication au Colloque de l'Association d'économétrie appliquée, Lille, déc. 1987). Toutefois, les études en coupe instantanée sur données individuelles font, parfois, apparaître un faible effet positif du niveau des fonds propres (J.-F. Malécot et J. Hamon. — *Contraintes financières et demande d'investissement des entreprises*. — *Revue économique*, sept. 1986).

21 — Cf. Marois W. — *Le comportement des entreprises et des ménages face aux mutations financières*. — Communication au X^e colloque Banque de France-Université, déc. 1987.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

L'ÉVOLUTION DE L'OFFRE DU SYSTÈME FINANCIER

Le financement du secteur productif s'inscrit dans le cadre du processus global de transformation des systèmes financiers à l'échelle internationale au début des années quatre-vingt, marqué par la croissance des marchés de titres négociables. Il est aussi affecté par le mouvement d'innovation financière, dont les caractéristiques, notamment macro-économiques, sont bien connues²². En effet, la dynamique des marchés crée une dialectique de l'innovation financière. Les transformations des modalités de financement des différents agents, comme les institutions financières ou l'État (en matière de gestion de la dette publique), rétroagissent sur celles du secteur productif. En ce qui concerne plus spécifiquement le financement des firmes industrielles, il est toutefois intéressant de préciser selon quelles modalités et à quel degré chacun des pays a opéré, au cours des années récentes, la double transformation que constituent la substitution de titres négociables aux crédits bancaires et l'élargissement de la gamme des services financiers aux entreprises.

• *La substitution des titres négociables aux crédits bancaires.*

— Elle peut se mesurer, tout d'abord, à l'importance des émissions d'actions et d'obligations des entreprises non financières par rapport au PIB. Sur le moyen terme (les quinze dernières années), les différences ne sont pas considérables entre les pays qualifiés traditionnellement d'économie de marché ou d'économie d'endettement, les marchés financiers n'ayant pas pour vocation de drainer des capitaux importants. On constate néanmoins en fin de période un rapprochement entre les pays, mais celui-ci s'est opéré selon des voies autonomes au niveau national (voir tableau 3).

Le Japon et les États-Unis ont en effet procédé de manière relativement semblable, avec un fort développement des émissions nettes d'obligations. On retrouve là une des caractéristiques du système financier américain, très innovateur dans le domaine des émissions obligataires. En ce qui concerne le Japon, on note cependant que les émissions obligataires recensées dans les statistiques comprennent celles effectuées par les entreprises publiques, qui représentaient encore 50 % du total en 1984 et 40 % en 1986. En France et au Royaume-Uni, le développement du marché des actions a été particulièrement marqué²³. La RFA constitue quant à elle un cas à part : si les émissions des entreprises non financières se sont développées en pourcentage du PIB, mais leur part du marché obligataire est encore marginale, en raison de la concurrence des *Schuldscheindarlehen*, titres de reconnaissance des dettes, non totalement négociables. Il faut toutefois noter que les flux croissants d'endettement tirés de l'extérieur peuvent, dans une certaine mesure, expliquer la faiblesse des marchés obligataires nationaux destinés aux entreprises non financières : on connaît le rôle central du Luxembourg pour les firmes allemandes, de même que, pour les firmes britanniques, celui de la place de Londres dans le domaine des euromarchés. Il en va de même pour les autres pays.

83

22 — Cf. Table ronde sur la crise financière. — *Revue d'Économie financière* n° 3, déc. 1987.

23 — Les émissions brutes d'actions sont cependant d'une nature différente dans les deux pays, compte tenu de la plus forte proportion, en France, des émissions sans appel public à l'épargne (entre la moitié et les deux tiers du total), ce qui aggrave les risques de double recensement (par exemple lorsque l'émission d'une société-mère sert à financer l'émission de sa filiale).

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

TABLEAU 4

ÉMISSIONS BRUTES D' ACTIONS ET NETTES D'OBLIGATIONS DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES (en % du PIB)

	1976-1978	1979-1981	1982-1984	1985-1987
ÉTATS-UNIS				
Obligations	1,14	0,84	0,79	2,46
Actions	0,53	0,64	0,76	0,62
JAPON				
Obligations	1,45	1,31	1,43	1,93
Actions	0,57	0,68	0,62	0,42
FRANCE				
Obligations	0,37	0,34	0,52	0,55
Actions	0,51	0,66	1,03	2,12
ROYAUME-UNI				
Obligations	- 0,03	0,02	0,06	0,24
Actions	0,53	0,50	0,45	2,05
RFA				
Obligations	0,02	0,03	0,10	0,40
Actions	0,32	0,31	0,33	0,53

NB : Y compris les émissions des entreprises publiques en France, en RFA et au Japon.

Source : OCDE.

84

— Ensuite, l'analyse des *structures de financement des entreprises non financières* révèle la réduction des flux d'endettement bancaire : en France, au sein des ressources externes (et hors crédits commerciaux), ceux-ci sont revenus de 75-80 % jusqu'en 1982 à 60-70 % depuis 1983 (36 % en 1986). L'évolution a été identique au Royaume-Uni et en RFA, mais plus lente au Japon. En revanche, l'endettement bancaire s'est accru aux États-Unis, ce dernier pays ayant un profil relativement atypique. En terme de ressources externes totales (c'est-à-dire y compris l'autofinancement), les titres négociables avaient en France au début des années quatre-vingt un poids identique à celui des États-Unis (à côté de concours bancaires deux fois plus importants, compte tenu de la faiblesse de l'autofinancement). Ils ont vu leur part doubler en 1985/1986 au détriment des concours bancaires. La même évolution s'est produite au Royaume-Uni. Aux États-Unis, au contraire, les émissions nettes d'actions ont été fortement négatives de 1984 à 1986 sous l'effet de la multiplication des opérations de rachat par les firmes de leur propre capital (*voir graphique 1*).

• *L'élargissement de la gamme des services financiers.*

— La croissance des émissions de titres négociables ne correspond cependant pas à une éviction des institutions financières, qui pratiquent une autre forme d'intermédiation de bilan au profit du secteur productif. Il apparaît, à cet égard, que le capital des firmes, de même que les titres négociables émis par ces dernières, sont de plus en plus détenus par des institutions financières (banques, assurances et fonds de pension). Ce schéma relativement traditionnel aux États-Unis et au Royaume-Uni, qui ont fait, depuis longtemps, le choix d'un système de retraite par capitalisation, apparaît aussi dans le cas du Japon. Pour ce dernier pays, le caractère relativement moins protecteur du régime de protection sociale fondé sur le système de la répartition a

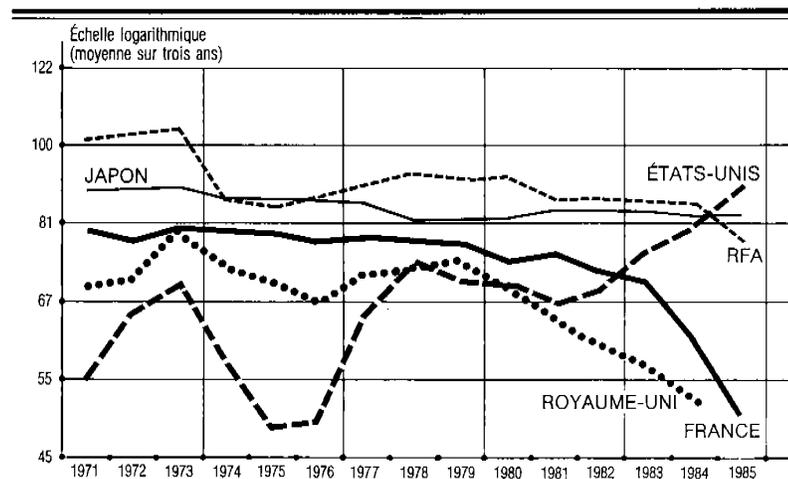
LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

conduit les ménages nippons à constituer une épargne importante qui transite par les institutions financières. Ces dernières gèrent alors, pour des raisons institutionnelles, les droits acquis par les particuliers. Le développement des OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières) — en actions ou obligations — dans les autres pays va aussi dans le sens de cette ré-intermédiation. Or, le développement des marchés financiers conduit les fonds de pension et les banques à adopter des techniques voisines de gestion de portefeuille.

Aux États-Unis, 25 % du capital des entreprises non financières était détenu par des investisseurs institutionnels en 1985²⁴. En France, leur part dans le total des actions (émises à plus de 80 % par les entreprises non financières) est passée de 12,5 à 17,4 % entre 1976 et 1986²⁵. À la même date, les obligations émises par les entreprises non financières au Japon étaient détenues à 61 % par des institutions financières privées (74 % si l'on y ajoute les institutions publiques)²⁶.

GRAPHIQUE 1

Part des prêts bancaires dans les ressources externes* des entreprises non financières (échelle logarithmique — moyenne sur trois ans)



85

* Hors crédits commerciaux. Une part supérieure à 100 % s'explique par un désendettement simultané sous forme de titres négociables.

24 — *Business Week*, 18 mai 1987.

25 — *Bulletin trimestriel de la Banque de France*, déc. 1987.

26 — Source : OCDE, *Statistiques financières*. Pour les autres pays, les statistiques disponibles en matière de détention d'obligations par les institutions financières (68,9 % aux États-Unis, 73,1 % au Royaume-Uni et 66 % en France) ne font pas de distinction entre les titres émis par les entreprises non financières et les institutions financières (et celles de l'État pour la France).

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

— Parallèlement, les institutions financières, ont, dans la plupart des pays, étendu la gamme de leur offre de services financiers liés au développement des marchés, introduisant une dimension qualitative aux relations finance-industrie. Si les États-Unis ont, pendant longtemps, en raison de la fragmentation de leur espace financier, joué un rôle précurseur en matière de gestion de trésorerie, leurs techniques se sont diffusées aux autres pays. Les banques ont aussi, dans la tradition des *merchant bankers* britanniques ou des banques universelles allemandes, assuré sur une plus large échelle la diffusion de l'information disponible²⁷. Elles ont aussi accru leur rôle en matière de rapprochement de l'offre et de la demande sur les marchés financiers : rappelons que l'ingénierie financière et le courtage ont toujours été importants dans les banques allemandes, point de passage obligé pour l'accès aux marchés financiers, depuis le XIX^e siècle.

LA TRANSFORMATION DES BESOINS DU SECTEUR PRODUCTIF

— En ce qui concerne le secteur productif, les années récentes ont conduit à une double mutation. D'un côté, comme l'ont montré les travaux de J. Bouvier, l'importance des besoins de financement, en raison d'une industrialisation tardive, avait historiquement conduit la France, puis la RFA et le Japon, à solliciter de façon active l'intermédiation de l'appareil bancaire, plus apte que les marchés financiers à assurer sur une large échelle le drainage des épargnes. Or, les taux d'investissement productif ont diminué dans ces pays, par rapport aux niveaux atteints au début des années soixante-dix — revenant de 20 % à un peu plus de 15 % au Japon, de 14,5 % à 12,5 % en RFA et en France — et se sont rapprochés de ceux des États-Unis et du Royaume-Uni. La réduction de l'avantage comparatif du recours à l'intermédiation bancaire classique par rapport aux marchés financiers va dans le sens de l'homogénéisation des structures de financement du secteur productif. L'orientation plus favorable de l'investissement à partir des années 1984-1985, de façon pratiquement simultanée dans les grands pays industrialisés, n'a pas conduit à un nouveau modèle de croissance, ni à un renouveau de l'intermédiation au sens traditionnel. En effet, les firmes industrielles qui bénéficient par ailleurs d'un partage plus favorable de la valeur ajoutée ont moins cherché à solliciter le système bancaire. D'un autre côté, l'émergence d'investissements « immatériels » ou « à risque » — qui se substituent en partie aux investissements physiques — renforce la nécessité d'une gestion active, au niveau micro-économique, des capitaux disponibles. Cet accent mis sur la flexibilité du capital reflète les besoins de restructuration et d'adaptation continue des appareils productifs.

— Les conséquences au niveau méso ou macro-économique de ces comportements micro-économiques sont doubles. D'une part, les différents facteurs permissifs du développement des marchés financiers évoqués ci-dessus créent une dynamique de l'internationalisation des flux financiers et donc de l'homogénéisation des structures de financement, dans la mesure où les facultés croissantes d'arbitrage entre espaces nationaux conduisent à l'émergence d'une norme commune de financement du secteur productif. Il ne faut cependant pas ignorer par rapport à ce schéma les risques d'arbitrages « asymétriques » sous la forme de fuites de capitaux trop massives d'une économie à l'autre. Il y aurait alors une incitation à la mise en œuvre de « clauses de sauvegarde », ce qui remettrait en cause le processus d'intégration. Dans ce contexte,

²⁷ — Voir, à ce sujet, le modèle développé par Pecchenino R.A. — *The loan contract : mechanism of financial control.* — *The Economic Journal*, mars 1988. Inspiré de la théorie des contrats implicites.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

la dynamique concurrentielle conduit à mettre aussi un terme aux différentes péréquations opérées par le système financier entre les firmes du secteur productif selon leur taille ou selon leur performance. Ainsi, l'homogénéisation des structures de financement au niveau international conduit à l'aggravation du dualisme, compte tenu du maintien de l'accès différencié des firmes aux sources de financement au sein de chaque espace national. D'un côté, certaines entreprises, en général celles dégagant un *cash flow* élevé, ont accès aux marchés de titres négociables ; de l'autre côté, le restant des firmes demeurent, quelque soit le pays, liés à une offre de financement bancaire encore oligopolistique. D'autre part, les nouveaux critères d'allocation du capital conduisent à remettre en cause les différents modèles nationaux de relation finance-industrie.

— *Le capital-risque.* Alors que le capital-risque s'est progressivement acclimaté, au cours des années quatre-vingt, hors du territoire américain (grâce, notamment, à la modification de son régime fiscal — voir plus loin), ce mode de financement a dû faire face, à la même époque, à une « crise de croissance » aux États-Unis. À côté de la manifestation d'une certaine inexpérience de la part des fonds nouvellement créés (ce qui est, en fait, plutôt le signe d'un afflux des capitaux), la période de forte montée des cours sur les marchés boursiers réservés aux entreprises de première catégorie a conduit les fonds américains, à se montrer plus sélectifs et à privilégier les opérations présentant des risques plus réduits (financement de technologies en phase de maturité, de *leveraged buy out*, etc.). Si les événements de l'automne 1987 n'ont pas tari les sources de financement du capital risque — on constate en fait plutôt l'inverse — il est difficile d'affirmer, d'ores et déjà, que les investisseurs vont s'orienter de façon durable vers des placements à long terme.

— *La banque et l'industrie.* Simultanément, la spécificité des relations de long terme entre la banque et l'industrie en RFA s'est atténuée. S'il est difficile de mesurer les changements dans les pratiques, on peut observer que depuis dix ans les banques allemandes ont réduit le montant de leurs participations dans le capital des entreprises. De plus, la finalité de leurs investissements a semblé, dans de nombreux cas, éloigné d'une stratégie industrielle. On peut citer l'exemple des 25 % du capital de Nixdorf acquis en 1979 par la *Deutsche Bank*, puis liquidés à l'été 1984. Rappelons aussi que l'appui des banques avait permis, au début des années quatre-vingt, à Messerschmidt Boelkow Blohm de prendre le contrôle de la fabrique de chars Kraus Maffei, contre l'avis de l'Office des cartels. Ainsi, alors que la commission Gessler de 1979 n'avait pas décelé de graves anomalies dans les participations des banques et n'avait proposé de limiter celles-ci qu'à 25 % du capital des entreprises industrielles, la commission des cartels, dans son rapport de 1986, a envisagé de les limiter à 5 %. Notons enfin que, sur le plan de la stabilité du système financier, l'existence de liens privilégiés a pu se révéler préjudiciable ; ainsi, en 1983, la banque SMH s'est trouvée quasiment en cessation de paiement du fait de la mise en règlement judiciaire d'un important constructeur de matériel de travaux publics.

— *Le bilan des restructurations.* Enfin, le bilan, forcément partiel, des restructurations opérées par l'intermédiaire du libre jeu des marchés financiers aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais aussi sur le continent européen, montre que les opérations engagées n'ont pas été exemptes d'un aspect spéculatif. Cette situation a incité les pouvoirs publics à ne pas rester inactifs. Ainsi, au Royaume-Uni, à côté d'une réglementation relativement précise des OPA, il faut mentionner le rôle joué par les pouvoirs publics, et notamment la Banque d'Angleterre (par l'intermédiaire de son *Industrial financial division*) dans le règlement des affaires litigieuses de fusions/acquisitions. De même, aux États-Unis, plusieurs États ont, dès à présent, mis en place des réglementations visant à canaliser les opérations « inamicales ». Enfin, à l'échelle de

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

la CEE, la Commission qui cherche à réactiver la politique communautaire en matière de contrôle des opérations de fusion a aussi le désir d'harmoniser les règles de publicité en matière d'OPA.

ÉVOLUTION DES MODALITÉS D'INTERVENTION DES POUVOIRS PUBLICS SUR LE SYSTÈME DE FINANCEMENT

Ainsi, la transformation des modalités de financement du secteur productif conduit inévitablement à aborder les conditions d'intervention des pouvoirs publics sur le système de distribution du crédit au sens large. Dans ce domaine réside en effet une dimension importante du processus d'homogénéisation des structures de financement. En fait, depuis la fin des années soixante-dix, l'intervention publique a été marquée par un mouvement quasi général d'aller/retour. Alors qu'à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, dans la plupart des pays, les procédures gérées directement ou indirectement par les pouvoirs publics se sont étendues, parallèlement à la montée de l'endettement dans les différents pays, un vaste mouvement de réorientation s'est manifesté à partir du second tiers des années quatre-vingt.

On analysera, tout d'abord, le poids des procédures de financement sélectif à destination du secteur productif au cours des dix dernières années, puis les fondements structurels de cette évolution, ce qui nous permettra de préciser dans quelle mesure l'intervention publique peut s'avérer compatible avec le développement des marchés financiers.

Un processus d'aller/retour assez largement comparable

L'estimation des flux financiers gérés par les pouvoirs publics révèle clairement l'existence dans les principaux pays industrialisés de deux phases successives. Après une période d'alignement des États-Unis et du Royaume-Uni sur les autres pays (Japon, France mais aussi RFA) à la fin des années soixante-dix, un renversement de tendance s'est opéré entre 1983 et 1986 dans le sens d'un déclin de la part des crédits distribués par les institutions financières publiques. En France, au sein des crédits à l'investissement non agricole, la part des crédits aidés ne représentait plus que 31 % en 1983 contre 36 % en 1969, mais à l'exportation, le poids des crédits privilégiés passait, dans le même temps, de 56 % à 62 % en 1983. En rupture par rapport à cette évolution, la France a alors, à partir de 1985, totalement refondu son dispositif de crédits bonifiés : réforme du financement des exportations, réduction et simplification des enveloppes de prêts aidés, suppression du FIM. L'enveloppe de prêts nouveaux à moyen et long terme à taux préférentiel a ainsi été divisée, entre 1984 et 1987, par 2,7 en ce qui concerne les crédits à l'investissement productif des entreprises non agricoles et par près de 1,9 à l'exportation²⁸.

En RFA, la part des crédits accordés à l'ensemble des entreprises non financières par les établissements financiers spécialisés²⁹ s'est légèrement réduite à partir de l'année 1980 (4 % contre 5 %), alors que leur part est restée constante au sein des crédits à l'industrie manufacturière (7-8 %). En terme de dépense budgétaire, si l'intervention des pouvoirs publics sur la distribution du crédit a toujours

28 — Bulletin trimestriel de la Banque de France, sept. 1988.

29 — À l'exclusion du secteur des caisses d'épargne et des banques mutualistes.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

été plus réduite qu'en France sur le plan quantitatif³⁰, l'activité de prêt des pouvoirs publics a suivi la progression des crédits aux entreprises et s'est même développée plus rapidement à partir de 1983. Cette progression reflète en partie la réactivation du Fonds ERP qui distribue aujourd'hui des crédits à la modernisation des PME et au développement économique régional.

Au Japon, le volume des concours distribués par les institutions financières publiques au sens strict³¹, c'est-à-dire dépendantes du *Trust Fund Bureau* alimenté par les réseaux d'épargne postale, sont d'importance comparable à ceux de la RFA. Il s'est faiblement accru à la fin des années soixante-dix, passant de 6,3 % à 6,9 % des crédits aux entreprises industrielles (6,5 % à 8 % de l'ensemble des entreprises non financières) avant de se réduire à partir de 1982³².

Au Royaume-Uni, à côté de la volonté de revitaliser les institutions financières publiques dans la seconde moitié des années soixante-dix, certaines directives de la Banque d'Angleterre ont incité les banques à la fin des années soixante-dix à assurer en priorité les besoins de financement du commerce et de l'industrie. De plus, à partir de 1981-1982, la politique d'*overfunding*, c'est-à-dire de surfinancement budgétaire par émission de titres souscrits par les agents non financiers, a obligé l'Institut d'émission — ne trouvant plus de titres publics pour le refinancement des banques — à accroître son portefeuille d'effets privés, sur le marché des *bankers acceptances*. Sur le plan monétaire, il y a, en principe, indifférence entre le financement sous forme de titres publics ou privés et il est difficile, en raison de l'acquisition majoritaire par la Banque d'Angleterre de titres de première catégorie, d'y avoir la prise en charge par les pouvoirs publics britanniques d'un risque particulier. Toutefois, on peut admettre que, durant une période où était appliquée une politique de contrôle monétaire relativement sévère, le secteur productif a pu disposer d'une « soupape de sécurité », au moins jusqu'en 1985, date de l'abandon de la politique d'*overfunding*. Celle-ci avait, en effet, conduit à la constitution d'une *bill mountain*, dénoncée par les auteurs monétaristes. En fait, la phase de réorientation de l'action des pouvoirs publics britanniques avait débuté en 1984, date de la réforme, dans un sens nettement moins favorable, du *Loan guarantee scheme*, créé en 1981 pour garantir les crédits aux PME. Toutefois, cette réforme avait déjà été précédée de la suppression en 1982 du *National enterprise board* responsable, selon ses détracteurs, d'une orientation excessive vers le soutien des entreprises en difficulté (comme *British Leyland*) — et de sa fusion avec le *British technology group*.

Aux États-Unis, la croissance des crédits directs ou des garanties accordées au secteur productif par les agences fédérales s'est inscrite dans un mouvement qui a affecté l'ensemble du système financier jusqu'en 1981-1982 : la part des concours des agences fédérales dans le total des crédits aux agents non financiers est alors passée de 11,1 % en 1976 à 22 % en 1982, avant de revenir à 17 % en 1983 et 14 % en 1985. Au cours de cette période, les crédits au secteur productif ont représenté une part à peu près constante des concours publics, de l'ordre de 20 %, comprenant, notamment, à côté des interventions relevant du budget propre du Président des États-Unis, des institutions comme l'*EXIM Bank*, la *Small business administration* et

89

30 — Ce qui ne signifie pas qu'elle n'ait pas été plus efficace, alors que, parallèlement, les subventions et les dépenses fiscales ont toujours été plus importantes, cf. Colletis G. « Le financement du secteur productif. Les mécanismes de transfert État-industrie : une comparaison France-Allemagne », Revue d'Économie Industrielle, 1^{er} trimestre 1986 ; voir aussi l'étude, parue au printemps 1988, de la Commission des communautés européennes sur le poids des aides publiques.

31 — Hors secteur coopératif.

32 — Ajoutons, de plus, que l'exonération fiscale des comptes d'épargne a été supprimée le 1^{er} avril 1988, conduisant ainsi à une « banalisation » des sources de financement des organismes publics spécialisés.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

l'Economic development administration. Parallèlement, au sein du passif des entreprises non financières non agricoles, l'élément saillant de la période a été la croissance des *Industrial revenue bonds* distribués par les collectivités locales, dont le sommet a été atteint en 1985, lorsqu'ils représentaient un montant équivalent à 8 % des crédits obtenus contre 1 % en 1974.

Le mouvement général de redéfinition de l'intervention des pouvoirs publics et de réduction du poids des crédits bonifiés ne signifie pas pour autant, face au développement des marchés de titres négociables, une abstention totale de l'État qui, dans la plupart des pays, a renouvelé ses moyens d'intervention.

Les nouveaux objectifs et les nouvelles modalités d'intervention

• *Une nouvelle sélectivité des objectifs*. — La réduction du volume des financements publics, observée dans la plupart des pays, découle de la présence d'effets pervers au niveau macro-économique (contraintes pour la politique monétaire de régulation par les taux d'intérêt, obstacles à la concurrence au sein du secteur bancaire en raison de situations de monopole dans la distribution de crédits aidés) et d'une faible efficacité méso ou micro-économique. En fait, faute de système d'observation adéquat, la proposition de l'inefficacité des dispositifs d'aide publique est un postulat qu'il reste à démontrer. Pourtant, on doit admettre qu'existent certaines présomptions dans ce sens, comme l'échec des plans sectoriels en France — de façon peut-être plus sensible qu'au Japon — même si, dans la gestion des restructurations, les pouvoirs publics demeurent impliqués. Sur le plan de l'organisation des structures de financement, la plupart des pays se sont ainsi engagés vers la suppression des procédures présentant la plus faible efficacité et se sont dirigés vers la définition de nouveaux pôles de sélectivité : les PME, la recherche, et, dans une moindre mesure, l'exportation, mais qui correspondent à des politiques de « transfert » ou d'« environnement », faisant abstraction de la diversité des firmes.

Le consensus existant dans tous les pays sur la définition de ces priorités constitue un facteur puissant d'homogénéisation des systèmes de financement du secteur productif. Priorité ancienne au Japon et en RFA, mais aussi, dans une certaine mesure en France, le recentrage des dispositifs au profit des PME ressort clairement des réformes mises en œuvre en France³³, au Royaume-Uni et aux États-Unis (maintien de la *Small business administration*, après l'échec de certaines tentatives de suppression, développement des concours en direction des PME de la part de l'*EXIM Bank*).

• *Les nouvelles modalités d'intervention*. — Le développement des marchés financiers a conduit à la transformation des instruments utilisés par les pouvoirs publics, selon des modalités cohérentes avec le nouveau contexte financier. On peut en particulier déceler les orientations suivantes :

— Tout d'abord, la croissance des instruments affectant la fiscalité de l'épargne³⁴. C'est notamment le cas pour le financement du capital risque. L'exemple des États-Unis avait montré l'effet fortement incitatif sur les capitaux drainés par les fonds de capital risque, de la réduction de la taxe sur les plus values. Au Royaume-Uni, le *Business expansion scheme* (qui a succédé en 1983 au *Business Start up Scheme* créé en 1981) avait autorisé la déduction fiscale des investissements effectués dans

33 — Cf. Thomas-Roubine S. — *La distribution de crédits à taux privilégié*. — *Bulletin trimestriel de la Banque de France*, mars 1987.

34 — *Qui possède des effets spécifiques, par rapport à la fiscalité des entreprises en général, puisque, par définition, les exemptions fiscales accordées aux entreprises ne touchent que les entreprises qui dégagent des résultats positifs.*

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

des entreprises non cotées et la non imposition des plus-values sur les titres conservés plus de cinq ans. Les modalités d'imposition des sociétés de capital-risque ont alors été modifiées en France (loi de juillet 1985, loi de finances pour 1987, réformes intervenues au printemps 1988) et en RFA (depuis le 1^{er} janvier 1987, les fonds d'investissements sont autorisés à prendre des participations dans des entreprises non cotées, même si les modalités de comptabilisation de ces participations ne sont pas encore définies). En dépit de la persistance de différences importantes en matière de taxation des gains en capital dans les pays de la CEE, la similitude de réaction des pays européens, quant aux réponses à apporter à la question du financement des projets technologiques, apparaît clairement dans la mise en place d'instruments communautaires de capital-risque.

— Ensuite, apparaît la multiplication des systèmes de garanties publiques qui prennent le relais des procédures de crédit dans lesquelles les pouvoirs publics intervenaient directement. Cette orientation renvoie à la constatation que, pour certaines entreprises, l'obtention d'un crédit est parfois plus importante que son coût, compte tenu de la permanence de phénomènes de rationnement, malgré le développement des marchés financiers. L'expérience des différents systèmes financiers est assez variable dans ce domaine, sauf pour les systèmes de garantie à l'exportation, reflet de la portée des doctrines (néo) — mercantilistes dans tous les États-Nations. Les États-Unis ont été plutôt en avance dans ce domaine, les agences fédérales assurant à la fois des crédits directs et des concours sous forme de garantie (*voir plus haut*). Mais, à l'heure actuelle, le clivage entre les pays s'est quelque peu réduit, les pays dont les traditions sont plus récentes en matière de garantie, comme le Royaume-Uni ou la France (notre pays avait, certes, déjà introduit les prêts participatifs garantis — si l'on exclut l'activité des sociétés de caution mutuelle), s'engagent de façon plus nette dans cette direction. Citons le développement des garanties accordées par la Coface pour les émissions obligataires se rapportant aux opérations de commerce³⁵. Mentionnons aussi qu'aux États-Unis depuis 1987, l'*EXIM Bank* peut, dans certains cas, accorder une garantie inconditionnelle, antérieurement à l'obtention des fonds ; de plus, cette institution admet la transférabilité des garanties accordées pour les émissions obligataires.

91

— Enfin, plus généralement, le rôle des pouvoirs publics vis-à-vis du système financier consiste à assurer la circulation de l'information et la définition d'une déontologie dans le cadre du développement des marchés financiers. La proposition émise par le Comité Wilson au Royaume-Uni en 1980, de limiter la rotation des portefeuilles des investisseurs institutionnels, a retrouvé aujourd'hui — même si elle demeure difficilement applicable — un certain écho dans les déclarations faites à la suite du krach boursier. En outre, l'association des institutions financières privées à la définition de priorités, comme au travers de la technique française de l'adjudication, pour la répartition des enveloppes de crédits bonifiés, illustre bien la nouvelle orientation.

Au total, il apparaît qu'après une phase de divergences marquées entre les pays industrialisés, les relations entre la finance et l'industrie sont aujourd'hui engagées dans un processus d'homogénéisation. Dans un contexte d'internationalisation, ce mouvement résulte de la dynamique propre des marchés financiers, de la mutation du secteur productif et du processus de réglementation/déréglementation de l'intervention publique sur le système de distribution du crédit. On constate en effet un mouvement général de recentrage de l'intervention des pouvoirs publics. Même

³⁵ — Sous forme de lignes de substitution en cas d'éventuel retournement des marchés financiers.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

dans le cadre du processus de déréglementation et de croissance des marchés de titres négociables, il ressort ainsi une assez large unanimité parmi les grands pays industrialisés (Japon, États-Unis, Royaume-Uni, RFA, France) dans la mobilisation de ressources financières et le maintien de certaines priorités pour les procédures publiques visant à compenser les handicaps dont souffre une partie des firmes dans l'accès aux moyens de financement. Si, à l'heure actuelle, les fortes contraintes imposées à la gestion des finances publiques rendent peu vraisemblable un nouveau développement de ces dispositifs, leur démantèlement total ne se justifie pas davantage, si l'on se place du seul point de vue de la concurrence. En effet, compte tenu du rapprochement entre les pays, les procédures publiques qui subsistent ne créent plus de barrières entre les firmes ressortissantes des différents États-Nations, ni au sein du futur Marché unique, ni vis-à-vis de nos partenaires extra-européens.

Les structures de financement du secteur productif conduisent finalement à l'émergence d'une « norme » commune de financement, marquée par un recours croissant des firmes à l'autofinancement (d'où une plus grande indépendance vis-à-vis du système financier) et une allocation du capital fondée sur le jeu des marchés de titres négociables, caractérisés par la recherche de plus values au niveau micro-économique. En fait les investisseurs sur les marchés financiers — dont les institutions financières ne sont pas exclues — privilégient souvent les placements présentant la plus grande sécurité et les plus fortes perspectives de profit à court terme. En effet celles-ci sont parfois sans commune mesure avec les rendements de l'activité productive. Ainsi si le secteur productif et le système financier ont été partie prenante du mouvement d'innovation financière, on peut constater que, dans une certaine mesure, la nouvelle norme de financement s'est imposée à eux. Cela ressort clairement de l'existence de réactions défensives, sous la forme de l'aggravation du dualisme entre opérateurs, selon leur performance ou leur taille.

Il est encore trop tôt pour déterminer si cette nouvelle configuration de rapport de financement n'est que transitoire ou si elle possède une certaine permanence. En effet, chacun des pays a procédé à cette transition de façon relativement spécifique. En RFA, un certain frein a été opposé à l'innovation financière. Au contraire, celle-ci a progressé à un rythme accéléré aux États-Unis et en France. Mais la question qui demeure est alors celle de l'existence de « maillons faibles » engagés dans des financements « spéculatifs » — au sens de H.P. Minsky pouvant conduire à une nouvelle fragmentation des espaces financiers.

Cette menace a sans doute frôlé la concrétisation lors de la crise de l'automne 1987. En fait, en réduisant le caractère spéculatif de la croissance des marchés, la crise financière a conduit à moduler les caractéristiques, que d'aucuns auraient pu considérer comme « artificielles », du mouvement de rapprochement des structures de financement. Et ce, d'autant plus qu'elle a mis en évidence l'urgence des mesures de politique économique visant à poursuivre dans le sens de l'acclimatation des mécanismes des marchés financiers dans les pays les ayant introduit le plus tardivement pour le financement de leur appareil productif. Il s'agit notamment, du développement de l'information des propriétaires de capital et des salariés des firmes sur toutes les opérations de fusion/acquisition les concernant, et de la mise en place de véritables agences d'évaluation des entreprises. □

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

ANNEXE. LIAISON ENTRE LES VARIABLES DE STRUCTURE FINANCIÈRE, LA CROISSANCE DE LA FBCF ET LE TAUX D'EXPORTATION (1980-1983)

I - LÉGENDE DES VARIABLES

FP/DF : Fonds propres/dettes financières et bancaires, c'est-à-dire hors crédits inter-entreprises.

FP/DN : Fonds propres/dettes « nettes », c'est-à-dire après déduction de l'actif à court terme (réalisable et disponible).

Taux de rendement : Excédent brut d'exploitation/Fonds propres + dettes financières et bancaires.

Taux de rentabilité : Excédent brut d'exploitation/Fonds propres.

Taux d'intérêt apparent : Frais financiers/dettes financières et bancaires.

CSTE : Terme constant de l'équation.

II - RÉSULTATS DES ÉQUATIONS ÉCONOMÉTRIQUES

TAUX D'EXPORTATION

(exportations/production de la branche)

	FP/DF	FP/DN	Taux de rendement	Taux de rentabilité	Taux d'intérêt apparent	CSTE	R2	D.W.	Nombre de secteurs
FRANCE 1981-1983	0,29 (1,69)		- 3,54* (- 3,80)		- 0,55 (- 0,39)	71,61* (4,73)	0,59	1,72	18
ROYAUME UNI 1980-1982	- 0,12* (- 1,90)		0,57 (0,58)		2,45 (0,73)	17,10 (0,34)	0,28	1,47	14
RFA 1981-1983	0,12 (2,65)		- 1,21* (- 2,51)			29,63* (3,74)	0,56	2,92	15
ÉTATS-UNIS 1980-1982		0,02* (2,77)	- 0,77* (- 3,93)			13,78* (4,58)	0,50	2,00	20
		0,01* (2,12)		- 0,48* (- 3,37)		15,43* (4,10)	0,43	1,69	20
JAPON 1981-1983		0,14* (5,33)				- 0,73 (- 0,26)	0,70	1,30	14
	0,22* (5,12)					- 2,70 (- 0,83)	0,69	1,30	14
			2,06* (3,13)			- 20,87* (- 1,96)	0,45	1,61	14

93

* Variables explicatives. Le t de Student figure en dessous de chaque coefficient le signe * indique que ce dernier est significativement différent de zéro. Toutes les variables se rapportent à la moyenne 1980-1982 ou 1983.

NB : RFA, France : hors sidérurgie. Royaume Uni : hors construction navale. Japon : hors raffinage.

LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

TAUX DE CROISSANCE DE LA FBCF EN VOLUME

(t.c.a.m. sur la période indiquée dans la 1^{re} colonne)

	FP/DF	FP/DN	Taux de rendement	Taux de rentabilité	Taux intérêt apparent	CSTE	R2	D.W.	Nombres de secteurs
FRANCE									
1970-1983		- 0,02 (- 1,06)	0,11 (0,31)		- 0,87 (- 1,65)	10,28 (1,87)	0,24	2,13	18
1978-1983		- 0,05* (- 2,28)	0,75* (2,17)		- 0,51 (- 0,97)	- 1,09 (0,20)	0,32	2,16	18
ROYAUME UNI									
1974-1982	- 0,10 (- 1,38)		0,09 (1,20)		- 0,40 (- 0,53)	3,62 (0,96)	0,26	1,12	14
1978-1982	- 0,10 (- 1,51)		0,10 (1,20)		- 0,25 (- 0,84)	17,10 (1,12)	0,32	1,10	14
RFA									
1970-1983		0,01* (2,16)	0,36* (3,39)		- 1,11* (- 3,50)	1,02 (0,47)	0,56	2,33	15
1988-1983		0,01* (2,30)	0,21 (0,92)		- 0,44 (- 0,66)	- 2,00 (- 0,44)	0,37	2,08	15
ÉTATS-UNIS									
1974-1982		0,01* (2,23)	- 0,23* (- 3,55)			5,08* (3,63)	0,32	2,41	20
1978-1982		0,01* (2,02)	- 0,18* (- 2,82)			4,98* (5,15)	0,34	2,47	20
JAPON (FBCF en valeur)									
1970-1981		0,07* (4,29)				- 0,37 (- 0,20)	0,60	1,62	14
	0,11* (3,58)					- 0,90 (- 0,40)	0,52	1,68	14
			1,08* (2,83)			- 11,03 (- 1,79)	0,40	1,75	14
1975-1981		0,16* (4,41)				- 2,26 (- 0,59)	0,62	2,23	14
				- 0,76* (- 2,32)		45,96* (3,09)	0,31	1,73	14
1978-1981		0,14* (3,34)				6,49 (1,43)	0,48	1,64	14
	0,21* (3,03)					5,08 (0,96)	0,43	1,77	14

* Variables explicatives. Le t de Student figure en dessous de chaque coefficient, le signe * indique que ce dernier est significativement différent de zéro. Toutes les variables se rapportent à la moyenne 1980-1982 ou 1983.

NB : RFA, France : hors sidérurgie. Royaume Uni : hors construction navale. Japon : hors raffinage ; compte tenu de la forte corrélation entre les variables de fonds propres et de rendement on indique, pour ce pays, les résultats d'estimations où celles-ci figurent séparément.