

La nouvelle intermédiation

DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS ET FINANCEMENT DES ENTREPRISES

*Michel Castel et Yves Ullmo *,
Conseil national du crédit, Banque de France*

A lors que les années soixante-dix avaient été caractérisées par un très net glissement de tous les pays de l'OCDE vers des économies d'endettement, les années quatre-vingt ont brutalement infléchi cette tendance (en France tout particulièrement) au profit des marchés de capitaux.

Nouvelles technologies, innovations financières, déréglementation se sont en effet conjuguées avec une profonde transformation des données de politiques macro-économiques pour que les comportements des agents non financiers et le rôle et le fonctionnement des systèmes financiers se soient notablement transformés.

Il s'agit là de changements profonds qui correspondent aux nouvelles règles du jeu d'économies très largement ouvertes sur l'extérieur, soumises à une forte compétition économique qui interdit une remontée significative de l'inflation dans un seul pays et le recours à des ajustements de parité.

En matière de financement, on considère généralement que la désintermédiation en est l'instrument de mesure : la part des institutions financières dans le financement de l'économie étant, par exemple, en France, revenue de plus de 80 % dans les années soixante-dix à une fourchette comprise entre 50 et 60 % ces dernières années.

Or ce n'est pas cela l'essentiel. La profondeur du changement ne vient pas tant du fait qu'il y a plus de financements directs qu'antérieurement mais qu'à côté de ce phénomène, il y a surtout le développement d'une nouvelle intermédiation qui a pour principale caractéristique d'être de plus en plus marchésée, c'est-à-dire qui comprend des emplois et des ressources comportant des risques en capital (*voir annexe 1*).

Alors qu'avec l'intermédiation financière classique le remboursement des créances et des dettes se fait à leur valeur nominale, la nouvelle intermédiation introduit des risques en capital car elle porte sur des titres de créances, négociables à tout moment, dont la valeur est une valeur instantanée de

* Texte d'une communication faite par le Secrétaire Général du Conseil National du Crédit en juin 1990 devant l'Association des Economistes de langue française.

marché. La première repose sur le nominalisme et une comptabilité de type historique, la seconde récusé ces deux principes pour la valeur actualisée des titres effectivement négociés ou susceptibles de l'être.

Ainsi, à côté de l'incontournable risque de contrepartie, la marchandisation des créances entraîne-t-elle des risques de taux qui ne peuvent plus ne pas être gérés.

Cette évolution a été plus ou moins recherchée par les Pouvoirs Publics des différents pays parce que le remplacement d'une économie d'endettement par une économie de marchés de capitaux devrait permettre :

- une meilleure allocation des ressources ;
- une réduction des coûts de l'intermédiation ;
- une dilution des risques permettant de mieux satisfaire les besoins de financement sans augmenter les risques bancaires.

On ne reprendra pas ces trois points, bien connus maintenant. Mais c'est autour d'eux et des conséquences attendues de la nouvelle intermédiation qu'on examinera les conditions nouvelles du financement des entreprises.

Compte tenu des cycles économiques inhérents aux économies de marché, on le fera selon que la conjoncture économique est favorable ou non. C'est en effet nécessaire pour analyser sur longue durée les conséquences de la nouvelle intermédiation. Autant pour une phase de haute conjoncture, on dispose maintenant d'assez nombreuses données, autant pour le cas de conjoncture durablement défavorable, on manque d'éléments d'appréciation puisque depuis le début des années quatre-vingt la conjoncture est demeurée favorable dans l'ensemble des pays de l'OCDE. La difficulté de l'exercice est grande. On prendra néanmoins le risque de poser des questions, de faire des hypothèses plutôt que de se tenir à un silence prudent. Les faits arbitreront le bien-fondé ou l'inanité de nos propos.

L'ACCÈS AUX FINANCEMENTS ET LEURS MODALITÉS

Avant toute investigation en la matière, il est important de rappeler que, selon les pays mais aussi selon les périodes, les besoins de financement externes des entreprises peuvent être très différents. Traditionnellement ils sont peu importants aux Etats-Unis et en Allemagne, ils le sont beaucoup au Japon, la France se situant un peu en dessous du Japon.

Mais, dans ces quatre pays, comme dans les autres, on constate la très forte diminution des besoins de financement depuis le début des années quatre-vingt, suite au renforcement de l'autofinancement.

Dans ce contexte, il y a eu un certain rapprochement des conditions d'accès au financement dans les principaux pays industrialisés avec :

- un appel accru aux augmentations de capital ;
- un besoin très modéré de crédits pour couvrir les besoins de financement de l'exploitation et de la croissance interne ;
- une augmentation des ressources externes mobilisées auprès des

banques ou des marchés en vue d'opérer des restructurations de groupe, d'acquérir des participations, de réaliser des opérations de croissance externe par des prises de contrôle (ou pour se défendre contre de telles attaques) ;

— le développement d'opérations « autonomes » de trésorerie qui, jouant de l'arbitrage entre placements et emprunts, peuvent être source d'un nouveau centre de profits. De telles opérations ne peuvent reposer que sur des emprunts « financiers » réalisés aux meilleurs taux et selon une structure d'indexation qui se rapproche le plus souvent possible des taux en vigueur sur les marchés ¹.

Les opportunités de financement ouvertes par la nouvelle intermédiation

Le rétablissement de la situation financière des entreprises, conjugué avec les effets de la nouvelle intermédiation, a très largement ouvert les possibilités de financement des entreprises — y compris aux entreprises petites et moyennes. Le marché des fonds propres s'est très fortement accru, le crédit s'est trouvé facilité et, qui plus est, l'innovation financière a introduit des produits hybrides appelés quasi-fonds propres allant à la rencontre d'une certaine demande tant du côté des emprunteurs que du côté des prêteurs.

Le renforcement des fonds propres et l'appel aux quasi-fonds propres répond à la logique économique d'une économie de marchés de capitaux dans un pays ouvert.

En effet, dans une telle économie de marché, *les fonds propres* (par autofinancement ou appel à l'épargne) sont à la fois le moyen d'assurer une sécurité et une flexibilité indispensables pour faire face notamment :

— aux fluctuations de l'activité (*voir annexe 2*) : les frais financiers peuvent être des frais fixes insupportables ;

— aux mutations des techniques, à une réduction du cycle de vie des produits... ;

— au besoin de maintenir un certain équilibre financier même quand la nécessité de maintenir ou d'améliorer sa position sur un marché oblige à une très forte croissance interne ou externe ;

— aux attaques boursières, surtout quand le capital est dilué.

La nouvelle intermédiation permet également de renforcer la flexibilité des structures financières avec le développement des produits hybrides — actions à dividendes prioritaires sans droit de vote et quasi-fonds propres — et du capital-risque.

Les quasi-fonds propres (et les actions à dividendes prioritaires) sont des titres de droits de créances qui jettent un pont entre les actions et les obligations classiques. Les quasi-fonds propres allient les avantages de ces dernières (une fiscalité favorable, une part certaine de rémunération) sans avoir l'inconvénient des actions classiques, à savoir une modification du pouvoir dans l'entreprise. Par extension, on considérera également que tout un

¹ Souvent réalisés sous forme de concours bancaires, de tels financements augmentent le taux d'intermédiation. Dès lors ce dernier ne peut plus être interprété de la même façon que lorsqu'il assurait pour l'essentiel des besoins de financement.

ensemble de nouveaux types d'obligations présente cette caractéristique d'être hybrides ou très flexibles dans leur fonctionnement qu'il s'agisse des obligations à bons de souscription d'action, d'obligations prorogables, amortissables par anticipation ou échangeables : taux fixe contre taux variable ou réciproquement...

L'intérêt de ces formules — qui s'est traduit par leur essor — c'est qu'elles donnent une grande flexibilité de financement aux émetteurs mais aussi aux souscripteurs pour leurs placements, en privilégiant tantôt l'un tantôt l'autre selon les produits. Flexibilité qui permet de lever des fonds dans les différentes configurations d'anticipations en matière de taux et ce à moindre taux puisqu'ils réduisent la rigidité des placements et emprunts classiques et s'accompagnent parfois d'une véritable option sur un autre titre (actions ou obligations).

On notera que le développement de la plupart de ces formes hybrides de financement, et *a fortiori* le capital-risque (*cf. ci-après*), nécessitent une nouvelle forme d'intermédiation par l'articulation marché-intermédiaires financiers. En effet, ces derniers², en tant que professionnels, sont les seuls réellement à même de maîtriser la complexité de ces produits, d'en acheter et d'en vendre pour eux-mêmes ou pour le compte de la clientèle des OPCVM.

Le capital-risque est également une importante source de flexibilité dans le financement des entreprises. On associe très généralement les possibilités de son développement aux possibilités de sorties pour les investisseurs (banques et non-banques) et un second marché actif en est le principal vecteur. On l'a bien vu en France pour les opérations réalisées au début des années soixante-dix : peu nombreuses, elles se sont soldées par un quasi-échec faute de pouvoir valoriser ces prises de participations sur un marché organisé. Le second marché ne date en effet que de 1983.

Pouvant espérer une valorisation des fonds engagés allant bien au-delà du manque à gagner au titre d'intérêts qu'ils auraient touchés dans une formule d'endettement classique, les intermédiaires financiers trouvent dans le capital-risque un rôle nouveau et important à jouer. En France, ils le jouent avec un certain succès³. Dans une acception plus large de la notion de capital-risque, celui-ci s'est développé au profit d'entreprises et d'opérateurs qui ne visent pas tant la réalisation de plus-values par cession de parts sur un marché que la pérennité d'une affaire : on vise ici la reprise d'entreprises par les salariés (RES), formule très opportune dans une période pendant laquelle le nombre d'entreprises qui doivent trouver un successeur aux dirigeants actuels devient important.

² Ainsi que les investisseurs institutionnels telles les sociétés d'assurances, les caisses de retraites.

³ Les investissements réalisés par les sociétés de capital-risque — dans lesquelles les intermédiaires financiers tiennent une place importante — sont passés de 1,5 milliard de francs en 1986 à 4,8 milliards en 1988, chiffres à rapprocher des 10,7 milliards de francs des augmentations de capital en espèces réalisées par des sociétés dont le capital est inférieur à 20 millions de francs.

Les limites de la nouvelle intermédiation en matière d'accès au financement

Le premier type de limites vise le marché des fonds propres et plus particulièrement celui des sociétés cotées.

L'appel aux fonds propres externes, source d'indépendance et de flexibilité ne doit pas faire oublier que :

— les fonds propres doivent être également rémunérés (sous forme de dividendes et/ou de plus-values) et que cette exigence est d'autant plus lourde que les systèmes fiscaux dans la plupart des pays défavorisent les dividendes par rapport aux frais financiers ;

— la Bourse est beaucoup plus un marché de liquidité des actions qu'une source de financement. Sur longue période et dans tous les pays, les dividendes versés sont supérieurs aux augmentations de capital réalisées. Une étude comparative ⁴, un peu ancienne, d'un échantillon de sociétés non financières cotées aux Etats-Unis et en France, en donne une illustration. Même si la situation s'est nettement améliorée en France ces dernières années, le diagnostic reste vrai ;

— instrument du renforcement de l'indépendance vis-à-vis du système bancaire, la cotation en Bourse peut aussi se révéler l'instrument modifiant le pouvoir des actionnaires en place par un changement radical de la géographie du capital.

D'où l'importance, ces dernières années, des rachats de titres en Bourse par les sociétés américaines pour se protéger des OPA : c'est le *going private* c'est-à-dire « la privatisation » par opposition à l'appel public à l'épargne, caractéristique essentielle de la cotation en Bourse.

Le second type de limites a trait au marché des obligations et des produits hybrides.

Le développement important, ces dernières années, de ces marchés n'a pas permis aux entreprises privées non bancaires d'accroître leur part relative dans les émissions obligataires. En France, elle reste aux environs de 5 à 6 % malgré un marché des émissions qui a été multiplié par cinq depuis 1979.

En fait, dans tous les pays et à différentes périodes de l'histoire, les principaux bénéficiaires du développement des marchés obligataires sont toujours l'Etat, les organismes para-étatiques et quelques grandes entreprises multinationales.

Deux raisons essentielles peuvent expliquer cette relative faiblesse des entreprises moyennes-grandes sur ce marché :

— l'obstacle que constitue le montant unitaire à émettre ; encore que pendant longtemps, en France notamment, il y a eu un réel succès pour les emprunts groupés ⁵ ;

⁴ Journées internationales des centrales de bilans, juin 1985.

⁵ N'est-il pas dommage que cette technique soit pratiquement abandonnée à un moment où il n'y a plus la bonification de 1 % environ des prêts à long terme obtenus auprès d'organismes spécialisés (empruntant eux-mêmes sur les marchés) pour égaliser le coût des ressources longues entre les entreprises capables d'émettre des obligations et les autres ? La question pourrait aussi se poser pour les billets de trésorerie. Mais, pour ces derniers, leur durée étant généralement courte, ils posent davantage de problèmes de gestion aux émetteurs groupés que des concours à long terme.

— largement dominé par les investisseurs institutionnels, le marché obligataire recherche des gisements très importants pour assurer la meilleure liquidité possible... d'où les techniques d'assimilation y compris pour des emprunts publics pour intéresser les investisseurs étrangers.

Pour les quasi-fonds propres et les produits hybrides, il y a une troisième raison : la complexité des produits pour les émetteurs potentiels et un manque de lisibilité (mais aussi de liquidité) des données économiques et financières desdits émetteurs aux yeux des investisseurs.

Le troisième type de limites vient du fait que tous les développements récents en matière de financements de marché n'ont pas changé le problème traditionnel de l'accès aux marchés pour les entreprises autres que les grandes entreprises et la frange la plus performante et la plus habile des entreprises moyennes-grandes.

Dans un pays comme la France c'est donc 1 200 à 1 500 entreprises seulement qui accèdent aux marchés (on n'atteint pas encore ces chiffres aujourd'hui mais le millier), chiffres à comparer avec les 200 000 entreprises de 10 salariés et plus (ou à tout le moins avec les 40 000 de plus de 50 salariés).

En effet, les marchés de capitaux sont non seulement des marchés de gros, conçus pour traiter des volumes importants, mais aussi des marchés de notoriété — voir ci-après — qui demandent en outre une expertise en matière financière bien supérieure aux moyens humains et techniques⁶ que peuvent y consacrer la plupart des PME. Et cela d'autant plus que les masses financières en cause sont trop faibles pour en valoir l'enjeu : les gains sont aléatoires et toujours limités en comparaison avec l'investissement, en supposant que les sommes en jeu passent la barre du montant minimum acceptable par les marchés.

Même le capital-risque n'échappe pas complètement à cette limitation. Autant le capital-risque de développement s'est accru, autant celui de création reste très limité sauf dans quelques secteurs très porteurs généralement liés à la haute technologie. Les coûts fixes particulièrement lourds pour de très petits dossiers, l'absence de perspective de plus-value par vente sur un marché organisé sont autant d'obstacles pour une large fraction du tissu de PME.

Au total, malgré les progrès incontestables enregistrés, il reste que la très grande majorité des entreprises n'a pas vocation à accéder directement aux marchés de capitaux, elle restera donc dans le circuit de l'intermédiation.

Mais en la matière, les choses ne sont pas pour autant le simple prolongement du passé. La marchandisation croissante de l'intermédiation modifie l'approche des risques de solvabilité, de liquidité et de taux que les intermédiaires financiers prennent en accordant des crédits.

⁶ Même si les progrès de la technologie — logiciels informatiques, banque de données... — abaissent constamment le seuil en matière d'infrastructure technique et les coûts.

Les risques en matière d'accès au financement dans la nouvelle intermédiation

On notera d'abord que le développement de sources diversifiées de financement peut amener les entreprises moyennes-grandes à distendre leurs relations financières avec leurs banques habituelles pour profiter de financements plus attrayants au coup par coup. En cas de difficulté passagère cela peut présenter un réel danger.

Par ailleurs et plus généralement, la marchandisation des conditions de fonctionnement du système bancaire est, semble-t-il, susceptible de modifier assez nettement l'approche du risque d'insolvabilité de l'emprunteur.

Une question d'une autre nature peut être posée. Jusqu'à présent la nouvelle intermédiation s'est déroulée dans un contexte économique favorable dans l'ensemble des pays de l'OCDE et toutes les entreprises — bien qu'à des degrés divers — ont profité du nouvel environnement financier. Qu'en serait-il en cas de retournement brutal et durable de la conjoncture ?

On peut penser que les conditions de taux, voire l'accès au crédit des PME pourraient être altérés, et dans le cas français, cela sans doute davantage que dans le contexte financier antérieur. Outre les difficultés propres rencontrées par les PME dans une telle conjoncture pourraient en effet coïncider avec la mise en jeu chez les banques d'engagements de hors-bilan contractés pendant la période faste au profit de grandes entreprises (MOFF, lignes de substitution, contrepartie de swaps, de FRA...) et l'apparition de risques de marché sur des opérations pour compte propre, au comptant, à terme ou optionnelles antérieurement nouées.

Obligés de faire face à ces deux derniers types de risques, compte tenu des enjeux qu'ils représentent, les établissements de crédit pourraient être plus sélectifs vis-à-vis d'entreprises petites ou moyennes ayant un moindre pouvoir de négociation et/ou présentant des engagements beaucoup plus faibles⁷ afin de ne pas accroître leur exposition globale par des compléments de financement. S'il ne faut pas exagérer ce risque, il semble néanmoins possible. Sans conduire nécessairement à des refus de concours pour l'exploitation courante, cela pourrait jouer sur des projets d'investissements. Plus sûrement, cela se traduirait par un relèvement des conditions de taux : les intermédiaires financiers qui pourront moins mutualiser leur taux que par le passé, devront, en outre, maintenir un bon niveau de rentabilité⁸, sauf à se mettre eux-mêmes en situation difficile.

Enfin, un autre type de risque existe et découle paradoxalement de la montée du rôle des marchés financiers dans le financement du haut de bilan des entreprises.

Autant la possibilité de lever plus facilement des fonds propres (et des quasi-fonds propres) est un élément favorable aux entreprises dans des économies de marché ouvertes, autant cet avantage se retourne-t-il lorsqu'il y a emballement dans le processus.

⁷ Surtout avec la pratique très courante des pools bancaires.

⁸ Concurrence, ratios de fonds propres, rating pour les entreprises cotées sont autant de contraintes en la matière qui se sont nettement renforcées depuis quelques années.

Poussé à l'extrême, il donne ce qui s'est passé aux Etats-Unis depuis 1984. Les sociétés non financières ont racheté 425 milliards de dollars d'actions entre 1984 et 1989 ! Cette décapitalisation considérable est d'autant plus dangereuse qu'elle s'est accompagnée d'un endettement supplémentaire de 800 milliards de dollars. L'endettement des entreprises est passé de 29 % du PIB en 1980 à 37 % en 1988. Les risques en cas de récession sont considérables, surtout s'il s'agit très largement d'un endettement sous forme de titres négociables, beaucoup plus difficile à restructurer ou à moratorier qu'un endettement bancaire. Ainsi, même si l'endettement des entreprises américaines reste inférieur à celui des entreprises françaises ou japonaises, celui-ci est-il plus inquiétant car, non seulement il a fortement augmenté, mais il est à l'appréciation des marchés dont la sanction est traditionnellement plus forte et brutale que celles des intermédiaires financiers qui essaient (ou du moins essaient avant la marchésation) de jouer le temps pour absorber les chocs.

On peut craindre que dans le cas américain le renforcement des structures financières qu'une économie de marché des capitaux doit permettre — et permet si les mouvements demeurent mesurés — soit totalement contredit et soit source de difficultés sérieuses en cas de retournement durable de la conjoncture.

Dans le nouvel environnement financier, qu'il s'agisse du fonctionnement des marchés ou de celui des établissements de crédit, on voit bien que les opportunités nouvelles en matière d'accès au financement (profondeur des sources de financement, diversité et flexibilité des produits...) peuvent comporter également des limites, voire des risques. Rien n'est définitivement acquis ; il faut trouver les points d'équilibre. Sur ce plan il ne faudrait pas que la succession ininterrompue de bonnes années depuis 1983-1984 fasse oublier toute prudence aux différents acteurs concernés.

48

LE COÛT DU FINANCEMENT

Question centrale : la nouvelle intermédiation permet-elle une baisse des coûts du financement de l'économie ? Quelles en sont les contreparties : micro-économiques en termes de dualisme des entreprises emprunteuses ; macro-économiques quant aux effets d'une politique monétaire par les taux d'intérêt sur les comportements réels ?

Le faux problème du coût de l'intermédiation

L'ardeur des partisans du développement des marchés financiers les a parfois conduits à opposer de façon trop simpliste le coût de l'intermédiation à celui du marché. D'un côté, la marge sur intérêt de 3 % environ (contre 4 % en 1980) calculée sur l'ensemble des banques, de l'autre, par exemple, les marges (*spreads*) minimales des billets de trésorerie par rapport au taux du marché monétaire, auxquels il faut ajouter les frais de placement, de rating maintenant

obligatoire pour les émissions longues (à plus de deux ans), voire de lignes de substitution (non obligatoires).

En fait, il faut pousser l'analyse : les fonctions exercées ne se recouvrent que partiellement. Seuls sont directement comparables — à condition qu'on puisse les séparer dans la comptabilité des établissements de crédit — les coûts d'information, avec la différence de nature entre information privative de l'intermédiation et information collective du marché. Par contre, l'intermédiation a des activités spécifiques, non prises en charge par les marchés : la gestion des moyens de paiement et la fonction de conseil (placements et emprunts), elle-même liée à la relation de clientèle. Enfin, dans le coût d'intermédiation est inclus le coût du risque de signature mutualisé dans l'établissement prêteur, et reflété dans les provisions⁹. Ce coût est externalisé par les porteurs dans les marchés et n'apparaît que dans les *spreads* par rapport au taux sans risque. Il n'est donc pas pris en compte dans les comparaisons de coût. Il faut ajouter que les coûts opératoires liés à l'appel aux marchés de capitaux sont loin d'être négligeables. Coûts en amont de l'émission (audit comptable, publicité des comptes, rating) à l'émission mais aussi coûts — non négligeables — induits par les marchés secondaires (même s'ils sont supportés par d'autres agents).

Deux remarques supplémentaires à cet égard :

— de façon paradoxale, alors que marché évoque atomisation, il y a des frais fixes, essentiellement informationnels, d'accès au marché, qui en excluent les petits emprunteurs : l'échec de l'abaissement de la limite minimale des billets de trésorerie de 5 à 1 million de francs en est le témoin ;

— le fonctionnement des marchés se nourrit de l'information privative des intermédiaires financiers : tel est le rôle joué par la syndication, à la fois du côté emprunteur (accès à la clientèle des établissements de crédit) et du côté prêteur (la notoriété des intermédiaires conforte celle des emprunteurs finaux). Il peut aussi y avoir des conséquences perverses de cette interpénétration : c'est le problème des capacités multiples et des conflits d'intérêt qui en découlent, mal résolus par les *chinese walls*.

En tout état de cause, le développement de la concurrence entre intermédiaires financiers, et entre intermédiaires et marchés pousse, des deux côtés, à une diminution des coûts et des tarifs. Mais plusieurs remarques peuvent être faites à cet égard :

— la pratique de la péréquation, liée à l'existence de productions jointes dans l'activité des établissements de crédit, va contre la transparence interne nécessaire pour la réduction des coûts. Ceci peut paraître paradoxal : on peut, en théorie, connaître les coûts de ses différents produits et effectuer des péréquations tarifaires entre eux. En fait, l'expérience montre que c'est parce que la concurrence oblige à facturer au *cost plus* (ou moins) que l'on est contraint d'explicitement ses coûts fixes et variables. On retrouve ici le problème de

⁹ Depuis la crise de 1974 l'intermédiation financière a pu « digérer » les risques de signature de toute nature avec une augmentation des provisions sur créances douteuses de 1 % environ, passant de 0,3 % à 0,5 % environ des capitaux engagés à 1,3-1,5 % environ (0,55 % des crédits en 1979 en France, 1,47 % en 1988). La marchandisation des créances (et leur titrisation) sera-t-elle capable de faire mieux pour absorber les chocs de toute nature qui peuvent exister ?

la nécessité et de la difficulté de la facturation des services de paiement et de conseil ;

— la réduction des frais généraux de l'intermédiation est plus lente, car ils sont plus lourds et plus rigides : effectifs importants, grands systèmes informatiques souvent construits par ajouts successifs... ;

— en sens inverse, les coûts de la prudence ne sont pas encore pleinement pris en charge par les marchés : d'où la mise en place progressive de marchés organisés avec des systèmes de compensation pour les marchés de futures et d'options ; l'alimentation de fonds de garantie (analogues de l'assurance des dépôts) ; l'établissement de ratios prudentiels des intermédiaires spécialisés (cf. le projet de directive CEE sur les services d'investissement). En fait, les coûts fixes des marchés sont très probablement destinés à croître.

Y a-t-il développement d'un marché dual au détriment des PMI ?

Dans leurs relations avec les intermédiaires financiers, les grandes entreprises bénéficient d'une capacité de faire jouer la concurrence que n'ont pas les PME. Les travaux du Conseil National du Crédit ont montré qu'existent en France — plus qu'à l'étranger, semble-t-il — des différences de coût du crédit selon la taille des entreprises dont ne rendent compte que partiellement les frais fixes de mise en place et de suivi des clients et les différences de risque entre emprunteurs. En quoi le développement des marchés affecte-t-il ce différentiel ?

— l'accès direct au marché par les grandes entreprises, domestique grâce notamment aux billets de trésorerie (plus diffusés que les emprunts obligataires traditionnels), international par les euromarchés, surtout pour les multinationales, leur donne un double avantage : accès direct à des sources de financement moins chères — notons que le taux réel d'un financement en devises étrangères est plus faible tant que subsistera la prime de risque du franc — et moyen de pression concurrentiel sur le coût du crédit bancaire ;

— la taille donne aux grandes entreprises la possibilité de faire du « shopping », c'est-à-dire d'un recours croissant à la banque à l'acte. D'où une pratique de mise en concurrence répétée que ne permet pas la relation de clientèle ;

— la relation de clientèle — ou de voisinage — contribue à maintenir un certain pouvoir monopolistique de la banque : on peut considérer que c'est le prix de la continuité du financement, c'est-à-dire de la valeur d'option qui s'attache à la poursuite du crédit en cas de détérioration de la situation financière de l'emprunteur. Mais l'observation statistique — qui fait ressortir des coûts moyens du crédit significativement différents selon les places bancaires — fait pressentir l'existence de marchés locaux du crédit peu concurrentiels ;

— enfin les PME n'ont pas toujours la possibilité (effet d'échelle) ou la pratique (problèmes d'apprentissage) d'individualiser leur fonction financière. La complexification des méthodes de financement et de couverture du risque,

elle-même liée au développement des marchés, ne fait qu'accroître le handicap des PME.

Les années récentes ont vu le développement, au sein même de l'intermédiation, de financements à des taux de marchés (indexation sur des références du marché monétaire ou obligataire)¹⁰ par opposition aux financements traditionnels au taux de base bancaire (plus marge). Les financements aux taux de marché, d'abord proposés aux grandes entreprises, ont concernés un nombre croissant de PME. Cette évolution, en soi favorable, ne fait pas disparaître certains problèmes et en crée de nouveaux :

— pour les entreprises qui continuent à relever de l'intermédiation traditionnelle (TBB), le coût différentiel du crédit selon la taille subsiste — y compris dans sa partie non justifiée ;

— même si, jusqu'à présent, PME comme grandes entreprises ont (inégalement) bénéficié de la tendance — parfois interrompue — à la baisse du coût de la ressource en monnaie centrale, du développement des marchés et de la concurrence interbancaire, il n'en demeure pas moins que les marges afférentes aux financements au taux de marché — qui eux-mêmes doivent être compétitifs avec l'appel direct au marché¹¹ — ne couvrent pas la quote-part correspondante des frais fixes des banques. Tant que la part de ceux-ci imputable à la gestion des moyens de paiement (pour les particuliers comme pour les entreprises) et aux services de conseil restera insuffisamment couverte par leur facturation, une péréquation à l'envers — nécessaire aux banques pour couvrir leur point mort — continuera à jouer à l'encontre des activités de crédit. Ainsi les PME restant intermédiées risquent de payer une part croissante des frais fixes des banques, et ainsi l'écart entre le coût de leur financement et celui des entreprises ayant accès au marché risque de s'accroître¹²⁻¹³ ;

— tout porte à croire que ce sont les entreprises présentant les meilleurs risques qui ont accès au marché. La mutualisation des risques restant dans l'intermédiation portera donc sur un niveau moyen de risque plus élevé. D'où répercussion dans le coût du crédit¹⁴.

Ainsi l'influence du marché reste insuffisante pour généraliser la concurrence dans l'intermédiation. Les effets d'échelle qui rendent compte de l'inégalité des potentialités d'accès au marché ont pour conséquence un nouveau dualisme.

¹⁰ Pour le court terme, ces formes d'indexation sont passées de pratiquement rien en 1984 à plus de 70 % des concours nouveaux distribués en montants de 1989, pour les crédits à moyen et long terme d'une situation analogue à 80 % pendant la même période.

¹¹ Billet de trésorerie contre crédit spot.

¹² Et ce d'autant plus que le nombre d'opérations de paiement initiées par les PME est considérablement supérieur à leur besoin de financement en valeur, et vice versa pour les grandes entreprises. C'est la règle pragmatique du 80 %-20 %.

¹³ Ceci même si temporairement — en cas de hausse des taux — une plus grande fixité des conditions d'emprunt peut jouer à l'avantage des PME.

¹⁴ Un phénomène analogue risque de se produire avec la titrisation des crédits aux particuliers.

LA QUESTION DU RISQUE

Trois remarques préliminaires s'imposent :

1. Fondamentalement, le risque reste le même selon qu'il est internalisé dans l'intermédiation ou externalisé par le marché. Mais sa répartition change, ce qui rend nécessaire une analyse par acteurs selon leur rôle : preneurs de risques, transformateurs-mutualistes, porteurs finaux. A quantum de risque égal, les acteurs et le système peuvent être plus ou moins résistants aux chocs par lesquels se matérialisent les risques. De plus certaines techniques de marché — en particulier celles qui permettent un effet de levier en matière de couverture de risques — peuvent conduire leurs utilisateurs à prendre plus de risques — toutes choses égales d'ailleurs — augmentant ainsi le risque global du système.

2. Les marchés organisés apportent des couvertures normalisées et multilatéralisées contre les risques de change et de taux que n'apportent pas les établissements de crédit, qui pratiquent des couvertures sur mesure et bilatérales. On retrouve ici l'opposition entre mutualisation internalisée et externalisation du risque, mais en l'espèce l'organisation du marché — par opposition au marché de gré à gré — permet également une mutualisation, par le moyen d'une nouvelle forme d'intermédiation, celle des organismes de marché¹⁵. La comparaison entre les deux formes d'organisation financière doit donc être affinée.

3. On retrouve en matière de couverture du risque le problème du dualisme selon les possibilités d'accès au marché. Mais l'accès au marché s'effectue ici dans des conditions différentes : le quantum nécessaire de droits d'accès est plus faible, car l'utilisateur final n'a plus à fournir une information aussi complète sur lui-même¹⁶. Par ailleurs les intermédiaires financiers jouent un rôle croissant pour l'accès au marché qui tend d'abord à réduire les coûts — matériels, mais aussi d'apprentissage des entreprises. On examinera successivement les intermédiaires financiers, les emprunteurs et les prêteurs. Les comportements de ces trois acteurs deviennent en effet de plus en plus interdépendants dans le financement de l'économie et des entreprises en particulier par la marchandisation des flux financiers. Antérieurement la médiation bancaire distendait ces liens.

Les intermédiaires financiers

Le développement des marchés amène, en principe, un transfert de la prise en charge du risque des intermédiaires financiers vers les agents non financiers. Trois illustrations de ceci :

— la première concerne la valeur d'option de la relation de clientèle.

¹⁵ D'où l'importance d'organiser la solvabilité des organismes de marché. La mutualisation du risque de contrepartie qu'ils opèrent ne fait évidemment pas disparaître le risque de contrepartie. Cf. le marché de Hong-Kong en 1987.

¹⁶ Ceci n'est pas exclusif de la création de centrales de risques de marché par les organismes de marché.

L'option de renouvellement du crédit (compte courant), où c'est la banque qui porte le risque, s'oppose aux émissions successives sur le marché obligataire, dont le lancement et le succès dépendent de la situation financière de l'emprunteur ;

— la titrisation, c'est-à-dire la mise sur le marché de crédits figurant au bilan des banques, permet d'abord à la banque qui effectue l'opération de transférer son risque de crédit sur l'organisme financier (autre établissement de crédit ou assurance) qui effectue la garantie des titres ainsi créés en contrepartie. Mais surtout, c'est l'investisseur dans ces titres qui va porter le risque de remboursement anticipé ;

— plus généralement, la gestion actif-passif, qui vise à immuniser l'ensemble du bilan des banques contre les risques de taux (et de change) revient à transférer ces risques sur d'autres preneurs de risque : le marché interbancaire d'abord, mais en bout de course, des agents non financiers.

Mais l'interpénétration croissante des institutions financières et du marché, caractéristique de la nouvelle intermédiation, amène une certaine réintégration du risque dans l'intermédiation, ceci étant vrai aussi bien pour le risque de crédit que pour le risque de marché.

Une première remarque : les marchés à mesure qu'ils s'approfondissent, ont de plus en plus nécessairement recours à des intermédiaires financiers comme teneurs de marchés, c'est-à-dire comme preneurs de risque. On vient de citer le cas des garanties exigées en matière de titrisation. Mais, plus généralement, le mouvement observé de disparition des *brokers* vers des contrepartistes, puis des teneurs de marchés, le glissement aux Etats-Unis des spécialistes individuels vers les maisons de titres et demain vers les banques universelles, Montrent bien que le fonctionnement même des marchés repose de plus en plus sur une mutualisation nouvelle, où l'on retrouve les intermédiaires financiers.

D'autre part, le risque n'est souvent qu'en apparence externalisé par la banque sur le marché. En fait, elle continue à le porter, même si ceci ne résulte pas d'une obligation juridique. Deux exemples :

— les lignes de substitution des billets de trésorerie couvrent, en principe, un seul risque de liquidité. De fait, une expérience récente le confirme, risque de liquidité, c'est-à-dire de non-renouvellement de la ressource pour l'emprunteur et risque de crédit (pour le détenteur du billet) sont étroitement liés ;

— contrairement aux pratiques anglo-saxonnes, les OPCVM français n'ont pas de réelle autonomie et sont en fait l'émanation de banques (ou d'assurances). La matérialisation du risque peut, pour des raisons commerciales, amener sa réintégration dans le bilan : risque de crédit — un établissement a récemment pris à sa charge les pertes d'un de ses OPCVM dues à la faillite de Drexel-Burnham-Lambert ; risque de marché, dans l'hypothèse où un choc sur le marché obligataire mettrait en cause les SICAV monétaires sensibles. Dans un autre cas — où des billets de trésorerie étaient détenus par des OPCVM de banque — un groupe de banques a mené le sauvetage de l'emprunteur en effectuant la restructuration de sa dette, c'est-à-dire en réintégrant le risque de crédit.

Enfin, la marchandisation progressive des emplois des banques, déjà citée : développement de leur portefeuille de titres, mise sur le marché de leurs crédits par la titrisation — qui a comme contrepartie la part croissante de leurs ressources à des taux de marchés — vont progressivement les amener à une évaluation comptable en valeur de marché, *mark to the market*. Ceci a une portée symbolique d'abord, dans le système actuel de comptabilité où les crédits (aux provisions près) et les ressources sur comptes sont portés à leur valeur d'origine : le marché est dans les banques ; le *mark to the market* ensuite qui témoignera que la banque est dans le marché ; en second lieu, une portée réelle, les faillites bancaires à l'origine liées aux risques de crédit proviendront autant sinon plus de risques de marché.

Les emprunteurs

On examinera leur rapport au risque sous trois aspects : la disponibilité du crédit et son taux, le développement des activités financières des entreprises.

Disponibilité du crédit

On retrouve ici des remarques qui viennent d'être formulées en considérant les intermédiaires financiers. Explicitement ou implicitement, le crédit donne deux possibilités fondamentales, de par la relation longue de clientèle : l'option à un financement futur, et par la possibilité de renégociation.

Sans doute le marché n'exclut-il pas ces possibilités, mais la démutualisation du risque qu'il implique les affaiblit considérablement. L'appel à de nouveaux financements devient plus difficile voire impossible, si l'emprunteur rencontre des difficultés de gestion¹⁷, c'est-à-dire au moment où il en a le plus besoin. La renégociation des conditions d'emprunt par titres n'est en fait ouverte qu'aux acteurs les plus puissants et les plus solides ; sinon, elle n'est concevable qu'organisée et partiellement prise en charge par des consortiums bancaires. La croissance des marchés et de la concurrence interbancaire et leur corollaire, le développement de la banque à l'acte¹⁸, tendent à affaiblir la relation de crédit, au moins pour les plus grandes entreprises. Mais la banque à l'acte n'est pas exclusive d'un banquier principal. La relation de clientèle¹⁹ demeure.

Taux d'intérêt

On examinera deux aspects : la prise en compte du risque de crédit et celle du risque de taux :

— La marchandisation croissante de l'intermédiation en modifie profondément l'économie par la manière dont les établissements de crédit approchent le risque de solvabilité de l'emprunteur final. Il n'y a que deux façons d'y répondre : par la négative en refusant la prime de risque, — c'est-à-dire par le rationnement — ou positivement en incorporant une prime de risque dans le coût du crédit accordé.

17 Cf. la première partie.

18 Les praticiens utilisent l'expression « faire son marché ». On parle aussi de marché d'enchères.

19 Ou d'engagement (cf. Thureau-Danget, 1990).

Or jusqu'à présent, en France, à tout le moins, l'éviction était chose rare — en dehors du cas des entreprises en création — et le risque n'était que mal représenté dans les conditions de taux²⁰. Trois raisons à cela : le butoir du taux de l'usure, une assez large possibilité de péréquer le risque dans les taux puisque même les grandes signatures n'avaient guère la possibilité de trouver des financements extra-bancaires, la situation monopolistique des banques à l'égard des petites entreprises n'ayant pas la possibilité d'individualiser leur fonction financière et donc de négocier leurs conditions de financement. L'élargissement considérable des sources de financement et le renforcement de la concurrence obligeront certainement les établissements de crédit français à davantage discriminer les taux en fonction de la qualité de la signature²¹.

— Les conséquences de la marchéisation des ressources bancaires augmentent les risques de taux pour les emprunteurs qui restent intermédiés. La part croissante des prêts à taux variables dans les crédits bancaires constitue un transfert du risque de taux de l'intermédiation vers l'emprunteur.

Plus généralement — et ceci est valable aussi bien pour l'intermédiation que pour le marché — la valorisation *mark to the market*, c'est-à-dire l'estimation instantanée de la valeur actuelle par une vision plus ou moins exacte du facteur long, et où, en fait, les facteurs de très court terme prennent un poids croissant, tend à accroître la variabilité des taux pour les crédits²² et les augmentations de capital nouveaux. L'intermédiation classique permet au contraire de lisser dans le temps les taux débiteurs, mieux en ligne avec le rendement moyen de longue période.

Mais l'histoire ne s'arrête pas là. Les banques sont progressivement amenées, quitte²³ à se couvrir elles-mêmes sur les marchés, à prendre en charge une diminution de ces risques pour leur clientèle : cf. le développement des caps, c'est-à-dire des limites d'évolution des taux débiteurs variables, notamment en matière de crédit immobilier.

Par ailleurs, les banques commencent à jouer un rôle de fournisseur d'économies d'échelle pour la couverture des risques de change et de taux des PME non liés au crédit. Elles utilisent leur capacité de transformation — de montant, de durée — pour jouer le rôle d'intermédiaires entre l'entreprise et le marché et lui permettre ainsi l'accès indirect au marché par la fabrication et la distribution de produits de couvertures du risque de taux ou de marché.

Au total, la marchéisation introduit ainsi le risque de taux dans l'intermédiation, et ajoute ainsi aux risques des emprunteurs les plus faibles, ceux qui n'ont pas accès au marché : nouvel aspect d'un dualisme et de la démutualisation déjà évoqués. Mais la nouvelle intermédiation, avec les banques comme interfaces marchés-agents non financiers, joue en sens inverse. A nouveau la mutualisation...

20 Cf. le rapport du Conseil National du Crédit sur « Le coût du crédit selon la taille des entreprises », 1988.

21 La titrisation du crédit aux entreprises ne ferait que renforcer cette obligation.

22 Ainsi, aux Etats-Unis, le taux fixe des crédits nouveaux à l'habitat reflète de façon quasi instantanée la valeur de marché des créances hypothécaires titrisées.

23 Voir plus haut sur la gestion actif-passif.

Les entreprises deviennent-elles des intermédiaires financiers ?

L'attention s'est beaucoup portée, depuis le redressement de la situation financière des entreprises, sur le développement de leurs activités de portefeuille, c'est-à-dire de leur placements, en partie financés par l'emprunt ou l'augmentation de capital.

On ne reviendra pas sur le débat investissement réel *versus* placements financiers. Diverses études sur centrales de bilans ont montré qu'il y a complémentarité — dans le temps — et non substitution. Mais une question plus générale se pose : ces activités financières souvent rassemblées dans des centres de profit²⁴ ne donnent-elles pas aux entreprises « productives » un statut analogue aux intermédiaires financiers ? Plusieurs remarques :

— en tout cas, elles ne couvrent qu'une partie restreinte de la fonction d'intermédiation, puisqu'elles ne gèrent pas de moyens de paiement ;

— l'information sur laquelle est fondée cette intermédiation n'est pas l'information privative de la relation de crédit, mais l'information collective du marché²⁵. A cet égard, les activités financières²⁶ des entreprises sont des appendices du marché ;

— quelle que soit la taille des entreprises en cause, l'absence de collecte des ressources sur comptes limite l'ampleur de leurs activités, et donc leurs possibilités de diversification du risque ;

— non-créateurs de monnaie ni gestionnaires de moyens de paiement, ces nouveaux intermédiaires ne relèvent ni de la tutelle, ni du concours éventuel du prêteur en dernier ressort. Il n'en demeure pas moins que des difficultés importantes rencontrées par une entreprise dans ses activités industrielles ou commerciales pourraient affecter la tenue des marchés et nécessiter une intervention de la Banque centrale²⁷. *A fortiori* pour une banque de groupe.

Les prêteurs

Il s'agit ici de tous les agents non financiers en tant qu'investisseurs sur les marchés, que les emprunteurs soient des entreprises ou des établissements de crédit. Historiquement, nous sommes encore dans une phase d'apprentissage du marché. En témoignent les difficultés rencontrées sur le MATIF en 1987 par certaines grandes entreprises publiques. En témoigne également la faible part qu'y tiennent directement les agents non financiers par rapport aux intermédiaires financiers (OPCVM inclus).

Par ailleurs, et surtout, le marché ne fonctionne pas de façon pleinement efficiente, et il n'est pas évident qu'il le puisse :

— le risque de crédit n'est qu'insuffisamment pris en compte par le rating. Celui-ci condense beaucoup d'informations quantitatives et qualitatives dans des échelles trop simplifiées : à partir d'informations peut-être plus approfon-

24 *Voire, de plus en plus souvent, dans des banques de groupe. Celles-ci permettent l'accès direct au marché interbancaire.*

25 *Ou le recours aux OPCVM, c'est-à-dire à l'intermédiation.*

26 *Sauf lorsqu'elles sont liées à des opérations stratégiques (restructurations, OPA...).*

27 *Un problème analogue — qui fait l'objet de vifs débats en Italie — est dans les participations des entreprises non financières au capital des banques.*

dies que celles dont dispose une banque qui n'est pas le banquier principal, l'agence de rating effectue une normalisation — simplification obligée —, qui font que l'information collective fournie au marché est qualitativement moins riche que celle dévoilée à l'agence par l'entreprise emprunteur.

Le fait que l'information ainsi transformée soit destinée à devenir publique peut susciter diverses stratégies, voire manipulations, renforcées par la concurrence entre agences de rating. Ainsi le changement de rating intervient souvent *a posteriori*, sans rôle réellement préventif. Ainsi également constate-t-on des effets d'imitation entre agences de rating qui ne sont pas toujours seulement dues à des modifications de la situation réelle des entreprises notées. Les agences n'encourent en effet aucune responsabilité directe du fait de leur notation ; par contre, elles mettent enfin leur régulation et leur crédibilité dans un contexte de concurrence. Il y a là tout un champ de réflexions et d'investigations qui mériterait d'être mieux exploré.

Par ailleurs — ceci a déjà été noté —, le rating, comme les autres obligations de publicité (des comptes...) qu'implique l'accès au marché, constituent un élément de coût fixe pour l'accès à l'emprunt et agissent comme barrières à l'entrée à l'égard des PME.

Enfin — mais ceci est à nouveau un problème d'apprentissage en France — on peut constater que la notation ne joue guère encore de rôle discriminant quant aux conditions financières du crédit. C'est tout particulièrement le cas pour les billets de trésorerie²⁸. On peut à cet égard faire une comparaison avec le crédit interentreprises — où l'on sait que les PME sont globalement créditrices : dans celui-ci, on est en face d'un crédit contraint (par la relation interindustrielle) et sans guère d'information sur la situation financière de l'entreprise bénéficiaire, donc d'un crédit extrêmement risqué ; les billets de trésorerie (et certificats de dépôts) détenus par des entreprises sont un crédit volontaire, non initié par des relations « réelles », et, dans les pratiques actuelles, guère moins risqués ni mieux rémunérés du risque.

— La liquidité des placements n'est pas toujours assurée de façon satisfaisante. C'est le cas en particulier des billets de trésorerie — sinon des certificats de dépôts — pour lesquels n'existe pratiquement pas de marché secondaire. Sans doute il y a aussi en partie un problème d'apprentissage, mais l'exemple américain montre que ceci revêt un caractère permanent. Une analyse plus approfondie des raisons expliquant cette absence de marché secondaire révélerait sans doute des éléments relevant de l'intermédiation (gros investisseurs institutionnels et — on l'a déjà souligné pour la France — OPCVM liés à des établissements de crédit) sous-jacents à une apparence de marché, alors que les certificats de dépôts constitueraient plutôt une modalité

²⁸ On notera toutefois que la pratique très généralisée du rating pour les billets de trésorerie aux Etats-Unis n'a pas empêché un fort développement de papier à haut risque — passant de 125 milliards de dollars en 1980 à 540 milliards en 1989 — sans que celui-ci ait à payer une prime de risque significative. Jusqu'à une date récente — jusqu'aux faillites de Drexel Burnham Lambert et d'Integrated Resources — les emprunteurs classés en P2 ont payé pratiquement le même taux que les emprunteurs bénéficiant d'une cotation P1 (cotation Moody's). Cela s'explique largement par le fait que les investisseurs, ne s'engageant que sur des titres très courts, estiment ne pas avoir à s'inquiéter du sort d'une signature relativement médiocre ou de la détérioration progressive de ladite signature. La liquidité — supposée — sert ici de substitut au risque de contrepartie.

du marché interbancaire. Mais, plus généralement, le marché n'offre souvent qu'une apparence de liquidité, qui peut disparaître au moment même où celles-ci est le plus désiré. Ceci est évident lorsque se manifestent des risques de crédit individuels. C'est *a fortiori* vrai quand se manifestent des doutes sur une catégorie de placements ; cf. la déconfiture des *floating rates*, notes perpétuelles émises par les banques japonaises. Et, à ce moment, les teneurs de marché ont eux-mêmes tendance à s'esquiver alors qu'une banque doit continuer à porter les crédits qu'elle a initiés (et non déjà titrisés).

— L'information sur les placements collectifs — cette nouvelle forme d'intermédiation que constituent les OPCVM — est encore imparfaite. Ici encore, malgré le rôle très positif joué par la presse financière, il s'agit essentiellement d'un problème d'apprentissage : la classification mise en place par la COB est suffisamment précise, elle dispose de moyens insuffisants pour un suivi individuel. On retrouve des problèmes analogues à ceux du rating.

Au total, le marché, en France comme à l'étranger, repose largement pour son fonctionnement sur les intermédiaires financiers, y compris les OPCVM. L'opposition théorique trop simplifiée doit être dépassée et nuancée. Mais, s'agissant du financement des entreprises, l'interpénétration marché-intermédiation a des conséquences structurelles considérables :

- tendance au dualisme selon la taille des entreprises ;
- risques accrus de taux, de crédit, d'accès au financement, accrus portés par les entreprises, même si cette tendance n'est pas irréversible ;
- risque souvent mentionné de pression croissante de jugements à courte vue²⁹, voire d'emballements collectifs (bulles auto-réalisatrices).

Fondamentalement, la relation banques-entreprises reste un meilleur gage de financement de la modernisation et de l'innovation, alors que le marché est irremplaçable pour le financement des mutations structurelles. Mais, de fait, les nombreux exemples d'articulation marché-banques-entreprises que nous avons évoqués au passage, et où se fait jour une nouvelle fonction d'intermédiation, sont le gage de nouvelles extensions des possibilités offertes par les marchés, contre les risques de dualisme, dans les domaines de la prise de risque et des mutations structurelles :

- articulations entre levée de fonds propres et quasi-fonds propres et possibilités accrues d'endettement bancaire, déjà classiques ;
- internalisation et standardisation bancaires pour la couverture des risques de taux et de change des PME ;
- création d'entreprise, capital-développement, LBO et RES, pour la mise en œuvre desquels sont à la fois nécessaires de nouvelles formes d'intermédiation — le capital-risque — et la sortie sur un marché ;
- enfin et ce n'est pas le moindre, OPA et OPE.

L'inventivité des entreprises et des techniques, si ces excès ou ses dévoiements peuvent être maîtrisés, sont le gage d'une efficacité accrue du système financier dans son ensemble, intermédiation et marchés au regard des trois critères de la meilleure allocation des ressources, des coûts d'intermédiation et de la prise en charge du risque.

²⁹ Cf. l'importance des résultats trimestriels sur les marchés américains avec leurs conséquences sur la gestion des entreprises et des intermédiaires financiers.

ANNEXE 1

LA BAISSÉ DU TAUX D'INTERMÉDIATION

On associe très souvent la montée des marchés de capitaux et de la finance directe avec l'idée que le nouvel environnement financier se traduit par une diminution du rôle des établissements de crédit dans le financement de l'économie. Il n'en est rien car la baisse du taux d'intermédiation doit être corrigée par deux faits majeurs :

I. Le développement des activités de marché des établissements de crédit

On rappellera brièvement que les établissements de crédit sont, spécialement en France¹ :

- les principaux apporteurs d'ordre et de fonds à placer en produits de marché² ;
- les principaux « arrangeurs » de montages financiers permettant aux grandes entreprises ou aux entreprises moyennes d'accéder aux marchés de capitaux et/ou d'opérer des OPA, OPE ou d'autres opérations modifiant la géographie du capital d'entreprise ;
- des acteurs importants de trading pour compte propre ;
- les principaux teneurs de marchés et souscripteurs de titres directement ou via les filiales ou les OPCVM.

Ces deux dernières activités font que les établissements de crédit sont amenés à porter un volume de plus en plus considérable de titres ou de créances négociables dans leur bilan parallèlement aux emplois résultant d'une intermédiation classique... Intermédiation classique qui, par ailleurs, se modifie par une marchandisation croissante.

II. La marchandisation de l'intermédiation vient corriger l'analyse que l'on pourrait faire hâtivement à la suite de la baisse constatée du taux d'intermédiation

En effet, cette dernière est appréciée dans tous les chiffres énoncés dans cet article au regard de l'agent emprunteur et non en fonction du prêteur. Ce choix vient du fait qu'avec le nouvel environnement financier, c'est l'emprunteur qui dispose maintenant du choix entre des sources de financement direct ou intermédié : la banque n'est plus un intermédiaire obligé pour une partie des agents — l'Etat et les agents les plus importants et pour les plus agiles. Mais retenir ainsi le financement choisi à l'origine ne doit pas faire oublier que le titre émis peut être acheté et donc financé par un établissement de crédit. Un titre remplace un crédit mais il y a néanmoins augmentation des emplois bancaires. Parallèlement, ce choix fait qu'une partie des crédits — donc des financements initiés par une banque à la demande d'un client — et donc de l'intermédiation classique peut avoir son financement adossé sur des produits de marché (certificats de dépôts, obligations, quasi-fonds propres, actions). Dans les deux cas, il y a — phénomène très important — marchandisation des emplois et ressources des banques, mais l'un entre dans le rémunérateur du ratio de l'intermédiation et l'autre non.

Ainsi la baisse en France du taux d'intermédiation de 0,71 en 1983 à 0,59 en 1988 cache-t-elle un quasi-doublement du portefeuille-titres des établissements de crédit pendant la même période (821,4 milliards contre 422,3 milliards) alors que les crédits ont progressé de 58,2 %. Parallèlement, les emprunts obligataires et les emprunts participatifs ont été multipliés par 2,48 (1 022,1 milliards contre 412,4 milliards pour ne prendre que les ressources stables)³.

¹ Parce que les investisseurs institutionnels — assurances, fonds de pensions, caisses de retraites — y sont relativement faibles en raison de la prédominance des systèmes de prévoyance par répartition.

² Surtout quand on tient compte des OPCVM qui sont dans leur orbite, même si le risque est censé être porté par les titulaires de parts, on sait que les établissements de crédit français sont déjà intervenus pour limiter les risques ; phénomène qui n'est pas aussi marqué dans les autres pays, les OPCVM étant plus indépendants des banques et assurances qu'en France.

³ Conseil National du Crédit, rapport annuel 1988.

Au total, l'activité des établissements de crédit se complexifie un peu plus — surtout si on ajoute la gestion des risques sur marchés à terme et optionnels — ce qui entraîne notamment une importante novation en matière d'enregistrements comptables, de gestions du risque, de détermination des rendements et des coûts ; sans parler de problèmes déontologiques pour les établissements à capacité multiple. A un renforcement des outils internes d'analyse et de gestion de leur activité que cela entraîne, s'ajoute le respect de règles prudentielles que les autorités nationales et internationales (via la BRI) sont obligées de prendre devant la montée des risques individuels et systémiques qui résultent du nouvel environnement financier.

ANNEXE 2

INTERMÉDIATION, MARCHÉS ET EFFICACITÉ D'UNE POLITIQUE MONÉTAIRE PAR LES TAUX

Si le développement des marchés peut accroître les inégalités entre entreprises, par contre, il a été souvent avancé que le rationnement du crédit — instrument souvent utilisé dans une économie d'endettement — s'effectuait au détriment des PME. En France, il n'y a guère de preuve de cela, en tout cas en ce qui concerne les crédits d'exploitation. Mais il est en tout cas certain qu'une politique monétaire par les taux d'intérêt est par nature plus égalitaire.

Sans prétendre faire un tour d'horizon des nombreux travaux sur l'influence des taux d'intérêt sur le comportement des entreprises, on rappellera que :

a) L'action des taux d'intérêt sur le comportement « réel » n'est pas démontrée. A tout le moins en France, les travaux économétriques sur l'influence des taux sur les comportements d'investissement, de formation des stocks, de fixations des salaires et des prix ne les font guère ressortir.

En matière d'investissement, l'action directe des taux réels n'est jamais ressortie des ajustements, et les équations qui faisaient intervenir le coût relatif du travail et du capital comme déterminant de la substitution capital-travail, si elles rendaient compte des années 1970, n'ont plus tenu la route dans les années 1980, au moment même où se produisait une inflexion significative de ce coût relatif, qui, jusqu'alors avait connu une évolution tendancielle. Les incitations fiscales à l'investissement — interprétables en termes de coût du capital — n'ont pour l'essentiel fait que modifier son calendrier, mais non son montant final. Les enquêtes de conjoncture qualitatives sur les facteurs qui peuvent gêner la réalisation des intentions d'investir ne font pratiquement jamais ressortir une influence significative des taux d'intérêt. On est toujours ramené au classique accélérateur-profit. Des travaux récents¹ font néanmoins ressortir que — sur longue période — des taux réels élevés ont une influence dépressive sur l'investissement en particulier dans la décennie 1980.

A en suivre les analyses courantes et les travaux des centrales de bilans qui font ressortir l'effort de désendettement des entreprises depuis 1983, on suppose l'influence des structures financières, en terme de bilan et non plus seulement de flux, sur les comportements d'investissement. Mais ici encore, l'économétrie ne confirme pas, même si des indices apparaissent dans des travaux sur données individuelles. En tout état de cause, les structures de bilan sont très médiatisées par rapport à la politique monétaire, qui n'exerce sur elles qu'une influence indirecte, parmi d'autres facteurs.

A *fortiori*, il n'a que rarement et fragilement été possible de faire ressortir une influence significative du taux d'intérêt sur les comportements de formation de stocks², et jamais sur la formation des salaires.

¹ Artus (1990).

² Le développement des pratiques de gestion à flux tendus, et plus généralement toutes les méthodes qui tendent à diminuer le ratio stock/valeur ajoutée, jouent sans doute davantage.

En sens inverse, certains travaux (Sterdyniak) ont fait ressortir une influence perverse sur les prix des hausses de taux d'intérêt, les charges d'intérêt étant incluses dans les coûts standards et se répercutant ainsi dans les prix.

b) Par contre, on peut penser — mais ceci reste à tester — que le développement des taux variables, qui fait que le maniement des taux d'intérêt peut affecter l'ensemble de l'encours d'endettement et non plus seulement les flux nouveaux, en ponctionnant ainsi directement le revenu brut d'exploitation, pourrait agir sur l'investissement à travers les quantités (on retrouve l'accélérateur-profit) et non les prix relatifs.

Mais le développement de la marchandisation du financement pourrait, de toute façon, diminuer cette influence : les taux variables sont réversibles. Ceci joue évidemment pour l'action par le coût du capital, puisqu'une hausse peut assez naturellement susciter une anticipation de baisse ultérieure, de par la réussite même de la politique de rigueur monétaire³. S'agissant d'une éventuelle action par le RBE, celle-ci ne pourrait jouer que si elle met en cause l'existence même des entreprises. En outre, les possibilités de couverture de risque de taux par les marchés de futures retardent et/ou lissent l'effet des variations de taux.

c) Enfin le développement des marchés peut gêner l'utilisation des instruments de la politique monétaire.

L'action de la politique monétaire par les taux, la seule action qui demeure pour les Autorités, peut être rendue plus périlleuse par son impact sur les marchés des titres représentatifs de créances et de propriété. Cela peut les conduire à en restreindre l'emploi ; voire à l'utiliser contrairement à ce qu'auraient nécessité les « fondamentaux ». Ainsi les phénomènes d'inversion de la courbe des taux. Ils semblent traduire pour partie l'anticipation du succès de la politique monétaire mais sapent en même temps ses possibilités d'action, dans la mesure où les taux longs, vecteurs de son action visée sur l'investissement (et le logement) restent pratiquement inchangés⁴. De plus, la marchandisation croissante des ressources et la croissance des emplois en titres des banques les fragilisent et peuvent rendre dangereuses des variations trop importantes de taux. Les autorités monétaires, responsables de la solidité d'ensemble du système de paiement et de crédit, ne peuvent qu'être de plus en plus sensibilisées à ces considérations.

Ainsi encore du marché des actions. Facilitée par des taux d'intérêt modérés, la hausse des cours permet aux entreprises à la fois des augmentations de capital et un recours croissant à l'endettement. D'une certaine manière, elle amplifie ainsi les effets d'une politique monétaire expansionniste. Le mouvement inverse est vrai. Mais l'expérience de 1987 et 1989 a démontré que ce renversement a de fortes chances de se faire par chocs — dégonflement de bulles spéculatives — dont les effets cumulatifs sont craints et, après 1987, ont été combattus par des politiques monétaires expansionnistes. Si, contrairement à leur action à travers les intermédiaires financiers, le maniement des taux à travers les marchés a de plus fortes chances d'influencer les possibilités de financement — en termes de flux et non plus seulement de prix — c'est au prix d'un risque systémique qui s'ajoute aux menaces pesant sur les intermédiaires financiers.

Déjà garante de l'intégrité du système bancaire, la Banque centrale devient de plus en plus garante de l'intégrité des marchés. Si l'effet final sur les comportements du maniement des taux n'est toujours pas assuré, son effet sur le système financier — intermédiation et marché — comporte des dangers accrus qui peuvent mettre en cause l'utilisation même de l'arme des taux.

³ Cf. les explications données de l'inversion de la courbe des taux.

⁴ Selon des calculs effectués par P. Artus et E. Gleize (1989), l'inversion de la structure des taux ne profiterait qu'aux ménages, dont l'endettement est principalement à taux longs fixes, alors qu'ils ont d'importants placements à court terme ou indexés sur des taux courts, directement ou à travers des OPCVM. Entreprises et administrations publiques seraient perdantes.