

CRISE ET FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN FRANCE

FRANÇOISE RENVERSEZ*

La transformation du système financier entreprise en France dans les années 1980 a été engagée pour le préparer à l'entrée dans le marché unique. Le système financier français était très fortement articulé sur l'activité des banques et plus généralement sur le crédit. On pouvait le considérer comme largement administré à la fois en raison du mode de transmission des taux d'intérêt et de l'existence de circuits spécialisés marqués par des taux d'intérêt spécifiques. L'instrument de régulation était l'encadrement de crédit assoupli par la prise en compte d'objectifs spécifiques en particulier l'exportation et le logement.

L'objectif de la réforme était de mettre en place un marché des capitaux unifié capable d'affronter les mouvements internationaux de capitaux. Les entreprises devaient en retirer la possibilité d'accès à un marché élargi du capital où le taux d'intérêt serait un vrai prix. Il semblait que la constitution des fonds propres en serait facilitée ainsi que l'accès aux ressources longues.

Comme toute action de politique cette mutation a entraîné des comportements d'adaptation. Ils ont été fort actifs en ce qui concerne les intermédiaires financiers. Les entreprises elles, ont eu à faire face à un double impact de cette évolution du système financier qui a atteint à la fois la structure et le prix de leur financement.

1 - Evolution de la structure du financement des entreprises

Cette évolution est connue et très marquée à deux niveaux : celui de l'autofinancement, celui du recours au marché des capitaux.

En fait la structure du financement des entreprises n'est que pour une part le résultat de l'évolution du système financier. En effet, elle est d'abord caractérisée par rapport à la situation antérieure par un large autofinancement des entreprises durablement réalisé après 1986.

189

* Professeur à l'Université Paris X — Modem-Ura 1697 CNRS

1.1 - Un large autofinancement des entreprises

Celui-ci mesure le rapport de l'épargne brute des entreprises à la formation brute de capital fixe (FBCF). Il donne donc une information à la fois sur les résultats d'exploitation des entreprises et sur leurs investissements. Dans la durée, aux taux d'autofinancement voisins de 60 % les décennies antérieures, ont succédé des taux durablement supérieurs à 90 % qui marquent aussi l'affaïssement de l'investissement, surtout pour l'année 1992 où le taux d'autofinancement a atteint 108 % hors GEN, 110 % en 1994 comme l'a signalé P. Artus.

Cette évolution résulte pour l'essentiel d'un partage de la valeur ajoutée moins favorable aux salaires et permettant une élévation du profit. En 1992 le taux de marge des entreprises a été de 30,5 %, en 1980 et il était de 23,3 %, le taux d'épargne atteint en 1992 17 %, alors qu'il était en 1980 de 10 %. Cette évolution traduit aussi la politique de désendettement de certaines entreprises qui visent à l'allègement de leurs charges financières.

Mais si en 1992 les sociétés non financières — les entreprises donc — ont dégagé pour la première fois depuis trente ans une capacité de financement représentant 1 % du PIB cela résulte d'abord de la baisse des besoins de financement des entreprises induite par la faiblesse de l'activité réelle. En 1992 l'investissement privé productif a diminué en France de 3,3 % (source OCDE), il s'était déjà affaïssé de 2 % en 1991 (+4,3 % en 1990). La France partage cette situation avec l'Allemagne, la Grande-Bretagne, l'Italie, seuls y échappent les Etats-Unis (+2,3 %). Cette capacité de financement des entreprises marque peut-être le creux du cycle puisque le second semestre 1993 a vu l'arrêt du déclin de l'investissement productif qui ne s'est pas immédiatement transmis à la production industrielle.

S'il fallait rappeler que la faiblesse du dénominateur explique le niveau particulièrement élevé du taux d'autofinancement, le caractère durablement installé du niveau de l'autofinancement indique bien que *l'assise dans le secteur réel du système d'économie d'endettement n'est plus présent en France depuis 1986.*

Ceci étant l'importance du taux d'autofinancement *relativise* ce qui peut être dit des *sources de financement externes*, puisqu'il assure aux entreprises la *possibilité d'un financement sans charges financières* et leur donne ainsi une *marge d'autonomie importante*. Par rapport à la question posée : stabilité ou instabilité c'est un élément de stabilité.

Ce taux moyen recouvre des situations fort hétérogènes, comme l'a indiqué Laurence Bloch, encore que les taux évoqués auparavant soient calculés hors grandes entreprises nationales (GEN). Les défaillances d'entreprises demeurent en proportion élevée 9,1 % en 1992 ce qui marque déjà un progrès par rapport à 1991 : 12,1 %. D'autre part une étude

récente¹ a montré que l'endettement total rapporté à la Valeur Ajoutée croît régulièrement avec la taille de l'entreprise, il augmente d'un tiers entre la plus petite et la plus grande taille.

L'autre aspect bien connu de l'évolution du financement des entreprises c'est la répartition des sources de financement au bénéfice des marchés de titres.

1.2 - La répartition des sources de financement des entreprises au bénéfice des marchés de titres.

La situation actuelle est le résultat d'une évolution engagée dès 1983. Le volume du crédit bancaire aux entreprises diminue en raison d'abord de l'augmentation importante du taux d'autofinancement et aussi du recours aux marchés financiers.

A grands traits les émissions de titres représentent près des deux-tiers des ressources de financement externe des entreprises en 1992, le crédit : un tiers alors qu'il en représentait 80 % à 90 % au début des années quatre-vingt.

Cette évolution de la structure des ressources des entreprises projetée sur leur bilan l'évolution des marchés. De 1980 à 1992 le marché obligataire interne a été multiplié par neuf, l'émission sur les marchés externes par trente (sur une base initiale très faible), le marché des actions presque par huit, l'émission d'actions sur les entreprises par sept, les institutions financières montrant plus de dynamisme encore.

Schématiquement la structure des ressources des entreprises s'établit selon la répartition suivante en 1992, crédit : 34 %, billets à terme : 3 % émissions de titres longs : 61 %, et actions : 80 %, les entreprises ne sont que le troisième émetteur d'obligations derrière l'Etat et les institutions financières. L'encours de crédit a progressé à un rythme inférieur à celui du PIB nominal en 1992 (2,9 pour les sources contre 6 % en 1993). Cette baisse de volume de crédit, pendant longtemps la ressource externe largement prédominante s'inscrit dans un mouvement tendanciel durable de décélération de sa demande.

Il faut y ajouter deux éléments susceptibles d'avoir une incidence sur la charge financière des entreprises.

— Avant 1982 40 % des crédits aux entreprises bénéficiaient de taux bonifiés. A partir de 1985 la réduction des financements privilégiés est organisée. Le stock en a diminué au fil des ans, de 6,8 milliards en 1981 la charge de l'Etat est passée à 2,7 milliards en 1991.

¹ M. Bardos et L. Rapinel, - *L'investissement et la situation financière des entreprises françaises*, Banque de France, Bulletin trimestriel, 87, septembre 1993.

— Le second élément est constitué par l'évolution marquée des modes de gestion des entreprises au bénéfice des marchés des titres. Les billets de trésorerie constituent 3 % des ressources de financement externe des entreprises mais surtout l'emploi de leurs disponibilités a profondément évolué. Il ne s'agit pas seulement de gestion stratégique et de prise de participations ou de participations croisées encore qu'une étude récente en ait montré l'importance pour les entreprises qui ont une capacité d'autofinancement élevée². Il s'agit d'une gestion de trésorerie utilisant les possibilités offertes par le marché. Les titres d'OPCVM représentent près de 30 % du total des titres détenus pour les entreprises. En début de période ce pourcentage était négligeable.

Ce comportement de portefeuille des entreprises a pour effet une sensibilité plus marquée aux effets de richesse indiquée par Laurence Bloch. L'actif de certaines entreprises peut être affecté substantiellement par les mouvements des marchés. On est donc face à un facteur d'instabilité dont il ne faut cependant pas surestimer l'impact compte tenu du socle stable de l'autofinancement.

L'exposition au risque apparaît également en ce qui concerne le second aspect du financement des entreprises celui de la formation des coûts du financement.

192

II - Evolution de la formation du prix financement

Les conditions de détermination des coûts de financement des entreprises tant au niveau des flux qu'à celui des charges financières résultant de l'accumulation de l'endettement sont profondément modifiées par rapport aux pratiques d'il y a dix ans.

Cette modification est à la fois le résultat du mode de détermination différent du taux d'intérêt auquel le crédit est consenti et celui du niveau réel du taux d'intérêt.

II.1 - Le crédit à taux variable

Le crédit bancaire aux entreprises est aujourd'hui très majoritairement un crédit à taux variable. Les contrats à taux variables permettent de réviser les termes d'un emprunt en prenant en compte les modifications des conditions générales du crédit.

Selon la Banque de France 62 % de l'encours des crédits à long et moyen terme sont à taux variables. Ce mode de détermination atteint encore plus

² J.L. Bricout et B. Colin-Sédillot : « La croissance externe des entreprises françaises à la fin des années quatre-vingt », dans « Choix financiers et choix réels : les entreprises françaises au tournant des années quatre-vingt-dix », *Economie et statistique* n° 268-269, 1993-8/9.

largement les crédits à court terme dont plus de 90 % sont à taux variables (91,4 % en 92). Cependant les mouvements des taux de référence affectent de manière très différenciée les coûts de la dette selon sa durée.

Dès lors que la dette à court terme est renouvelée à 2 ans avec une forte proportion de crédits qui comme l'escompte ou les découverts ont un horizon infra-annuel les fluctuations des taux de référence se répercutent sur les taux de l'année même. En revanche le coût des emprunts à long terme manifeste une certaine inertie, elle provient à la fois de la proportion de crédits à taux fixe, beaucoup plus élevée pour les petites et moyennes entreprises, et du degré d'indexation sur la variation des taux. Le délai de réaction serait de deux à trois ans (selon une étude de l'OFCE³). L'effet de la baisse du taux d'intérêt sur le coût du crédit aux entreprises ne peut donc être apprécié qu'en établissant l'impact selon l'échéance de la dette. Dans le cadre d'une prévision conjoncturelle on peut cependant avancer que le coût global du crédit ne baissera que grâce à l'allègement de la dette à court terme. Or celle-ci ne constitue que 30 % du total. L'effet immédiat sera donc modeste.

II.2 - Le niveau réel des taux d'intérêt

Le niveau des taux d'intérêt est sans doute le problème majeur du financement des entreprises en France. D'autant que les taux d'intérêt apparents mesurés par le rapport entre les frais financiers et l'endettement sont d'autant plus élevés que la taille de l'entreprise est plus petite. En fait, la réforme du système financier a confronté les entreprises non seulement à un nouveau système institutionnel supposant des canaux différents de collecte des ressources, mais aussi elle s'est accomplie dans un environnement non inflationniste alors que l'inflation avait dans les périodes antérieures ramené le taux d'intérêt à des niveaux très bas, voire négatifs (1975, 1979...). *La charge financière des entreprises a cessé d'être substantiellement érodée voir annulée par l'inflation.*

La difficulté majeure à laquelle l'organisation ouverte sur l'extérieur du système financier affronte les entreprises est la charge d'un taux d'intérêt largement positif. On observe qu'aux Etats-Unis, le taux d'intérêt réel, à court terme du FED a été nul jusqu'à la fin de 1993 assurant un taux bancaire particulièrement bas. Ce peut être l'une des explications des lenteurs de la reprise en France et en Allemagne où ce taux est positif.

La charge des taux est aussi une charge risquée, sans traiter des marchés dérivés, l'ouverture des marchés a pour corollaire la transmission des taux. Or les marchés obligataires sont aisément surréactifs en particulier aux

³ Hervé Pélérault, « Taux d'intérêt et coût du crédit aux entreprises ». Lettre de l'OFCE, n° 122, 14 décembre 1993.

tentatives correctrices des banques centrales. On l'a vu aux Etats-Unis où après avoir atteint un niveau exceptionnellement bas en octobre 1993, les taux longs se sont brusquement élevés entraînant les taux allemands et français qui avaient amorcé un mouvement de baisse.

Cependant la question de l'instabilité paraît plus redoutable encore pour les intermédiaires financiers que pour les entreprises car les institutions financières ne disposent pas du socle autonome de financement assuré par les résultats de l'activité réelle.