



# L'APPROCHE MACROÉCONOMIQUE DES SCANDALES FINANCIERS

PATRICK ARTUS\*

Les « scandales » financiers se sont multipliés depuis quelques années : manipulation des comptes des entreprises (Enron) ; faillites brutales qui ont spolié les épargnants (Railtrack Swissair, WorldCom) ; conseils biaisés des analystes en actions ; sous-capitalisation massive des fonds de pension en prestations définies de grandes firmes (par exemple General Motors, Ford). La chute spectaculaire, et non anticipée par les investisseurs, des cours boursiers de certaines entreprises (opérateurs de télécoms en particulier) peut aussi être comptée parmi les scandales.

Ces événements peuvent être analysés par une lecture microéconomique ou sociologique, les reliant à l'appétit du gain de certains dirigeants ou conseillers, à l'incompétence de certains analystes. Mais il est peut-être possible de déterminer quelles évolutions macroéconomiques ont sous-tendu ces « scandales », favorisé leur apparition. Nous mentionnerons l'évolution de la profitabilité ; les difficultés du secteur des nouvelles

technologies ; la non-viabilité de la déréglementation et privatisation complètes de certaines industries (télécoms, électricité) ; les effets pervers du vieillissement démographique.

## CACHER LA PROFITABILITÉ DÉFAILLANTE

La profitabilité des entreprises américaines ne s'est pas améliorée durant les années 1990 (cf. graphique 1) ; la progression de la productivité a été plus rapide que celle des salaires réels (cf. graphique 2) jusqu'en 1997, mais la hausse des profits de la période 1992-1997 a été suivie par une baisse équivalente en raison de la hausse de la consommation de capital fixe, c'est-à-dire de l'amortissement du capital des entreprises. Ceci pose une question importante sur le modèle de croissance aux États-Unis dans les années 1990 : il a impliqué une hausse continue de l'intensité capitaliste, donc de l'amortissement du capital, et la profitabilité brute n'a pas augmenté

\* Directeur de la recherche et des études de CDC IXIS.

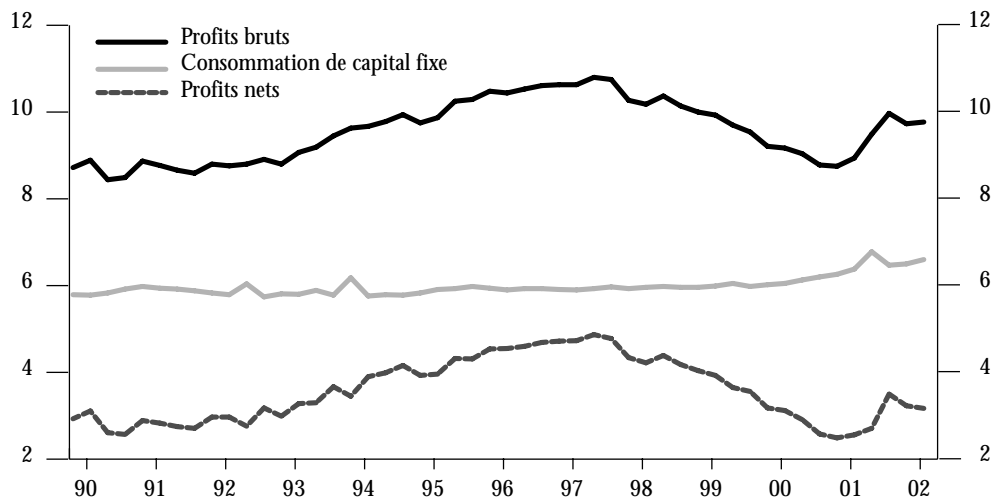
suffisamment pour que la profitabilité nette soit maintenue.

Cette situation, si elle se prolonge,

pourrait signifier l'échec économique d'un modèle de croissance aussi « gourmand » en capital.

### Graphique 1

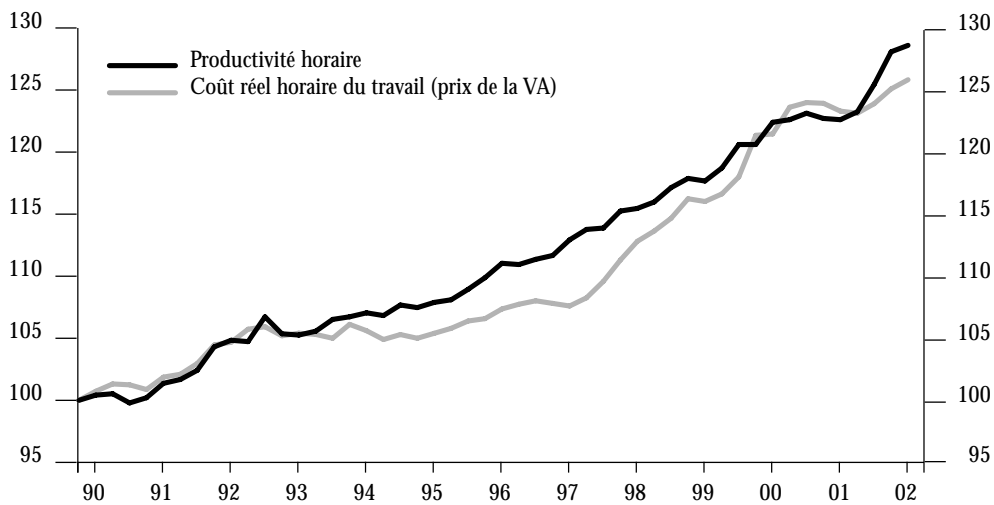
#### États-Unis : profits après impôts et intérêts et consommation de capital fixe (entreprises non financières, en % du PIB)



Source : DRI.

### Graphique 2

#### États-Unis : productivité et salaire réel des entreprises non agricoles (100 en 1990)

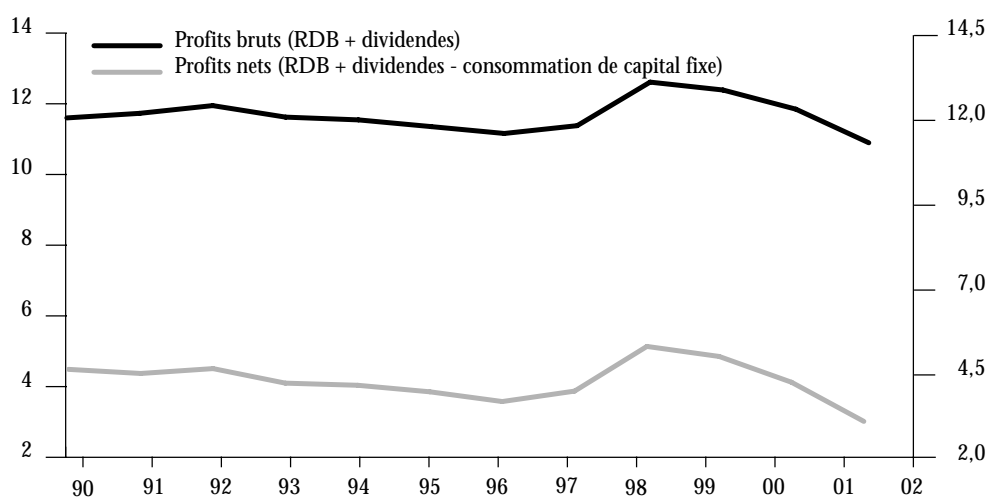


Source : DRI.

Dans d'autres pays, comme la France où l'intensité capitalistique n'a pas beaucoup varié, la profitabilité nette stagne jusqu'à la récession (cf. graphique 3).

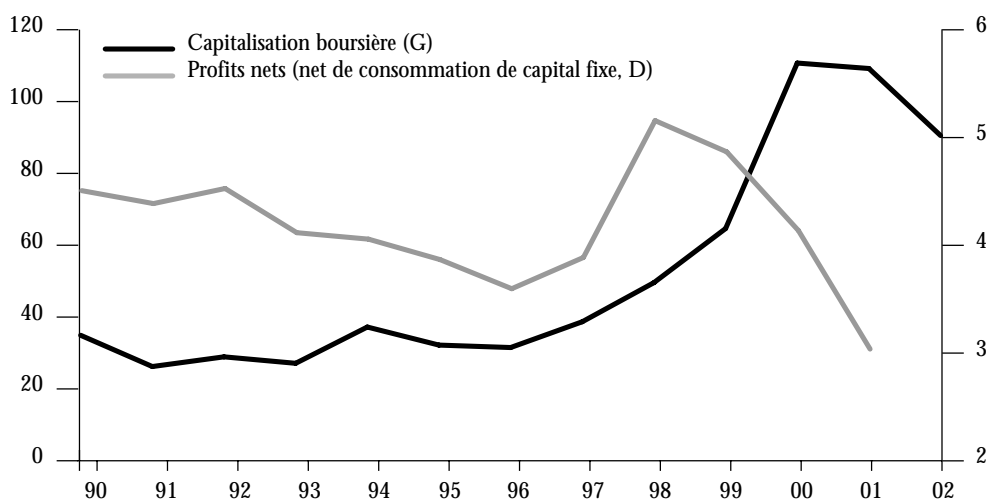
Cette évolution de la profitabilité ne correspond absolument pas à la perception des marchés pendant cette période. Avec l'apparition des nouvelles

**Graphique 3**  
**France : profits des entreprises non financières (en % du PIB)**



Source : Insee.

**Graphique 4a**  
**France : capitalisation boursière et profits nets (en % du PIB)**

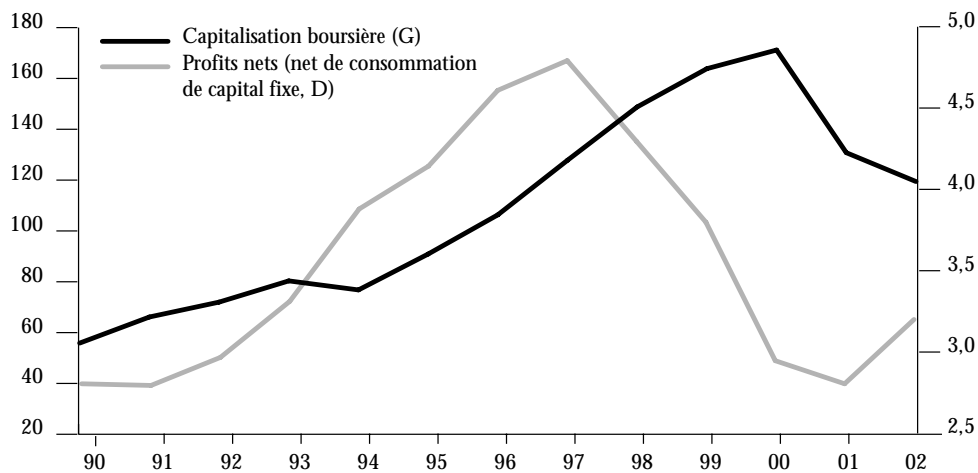


Sources : Insee, Datastream.

technologies, l'augmentation des gains de productivité et de la croissance potentielle aux États-Unis, les marchés financiers ont cru qu'il y aurait aussi une élévation de la profitabilité, ce qui

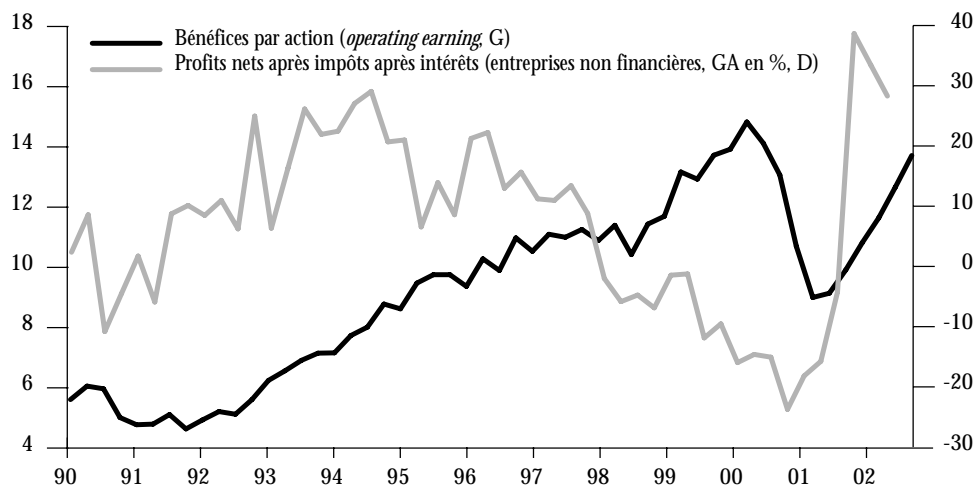
n'a pas été le cas pour les raisons évoquées plus haut. Ceci explique sans doute la hausse très forte de la valorisation boursière par rapport aux profits effectifs (cf. graphiques 4a et 4b).

**Graphique 4b**  
**États-Unis : capitalisation boursière et profits nets (en % du PIB)**



Sources : DRI, Flow of Funds.

**Graphique 5**  
**États-Unis : bénéfices par action et profits nets**



Source : DRI.

Il est ensuite probable que beaucoup d'entreprises ont essayé de ne pas « décevoir » les marchés, d'afficher des progressions des résultats conformes aux attentes, même si les résultats effectifs étaient beaucoup plus faibles, d'où les manipulations de comptes, les artifices comptables (charges d'exploitation transformées en investissements...), les changements de périmètre.

Le graphique 5 montre que la progression des résultats affichés par les sociétés cotées (résultats opérationnels) a été, jusqu'en 2000, beaucoup plus « optimiste » que la progression des résultats macroéconomiques, qui reflète sans doute la tendance de la profitabilité intrinsèque.

De 1998 à la mi-2000, l'observateur des seuls résultats déclarés par les sociétés cotées ne pouvait pas imaginer l'ampleur du recul effectif de la profitabilité.

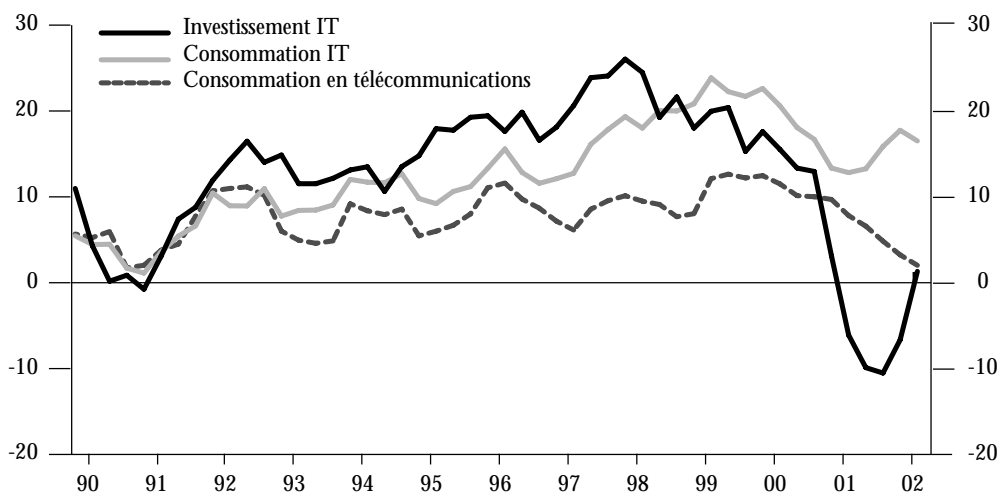
## LES DIFFICULTÉS DU SECTEUR DES NOUVELLES TECHNOLOGIES

Après une croissance extrêmement rapide dans les années 1990, la demande de nouvelles technologies connaît une période de stagnation prolongée.

Le graphique 6 montre que cette stagnation affecte, aux États-Unis, surtout la consommation de télécoms et l'investissement en nouvelles technologies.

Cette situation résulte d'une saturation assez grande des besoins : le taux d'équipement en PC et en Internet est élevé dans beaucoup de pays (entre 60 et 70 % aux États-Unis, en France, en Allemagne, au Royaume-Uni, dans les pays nordiques) ; les développements technologiques dans la téléphonie (UMTS) sont reportés

**Graphique 6**  
**États-Unis : investissement et consommation en IT (volume, GA en %)**



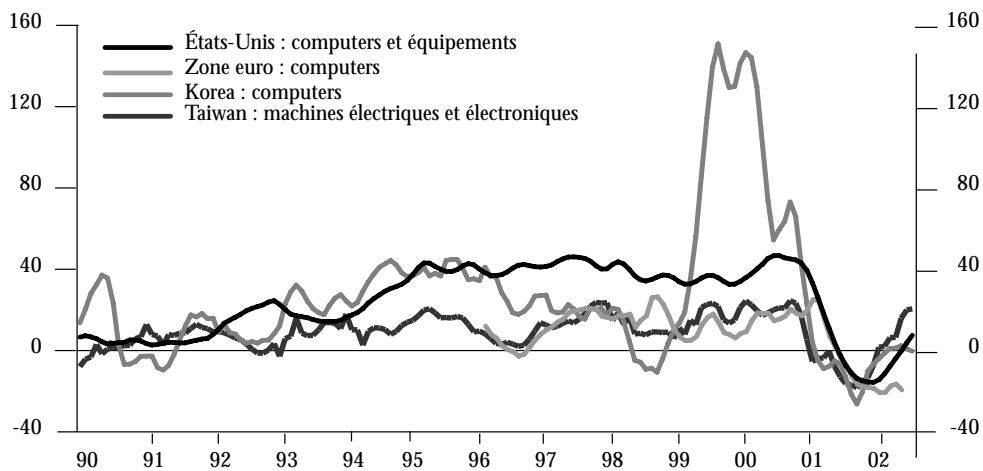
Source : DRI.

à une date assez éloignée (2005 et 2006).

Elle implique une rupture considé-

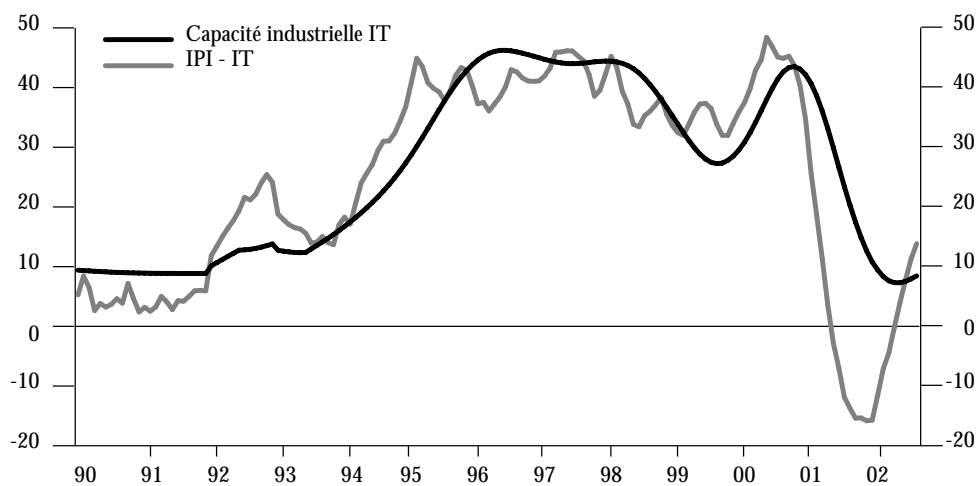
rable par rapport aux taux de croissance observés dans les années 1990 (cf. graphique 7).

**Graphique 7**  
**Production en nouvelles technologies (GA en %)**



Source : DRI.

**Graphique 8**  
**États-Unis : production et capacité industrielles en IT (GA en %)**



Source : DRI.



Le problème est que l'installation de capacités de production dans les nouvelles technologies, durant les années 1990, s'est faite à partir de prévisions de croissance basées sur la croissance observée, d'où les déboires récents d'un certain nombre d'entreprises.

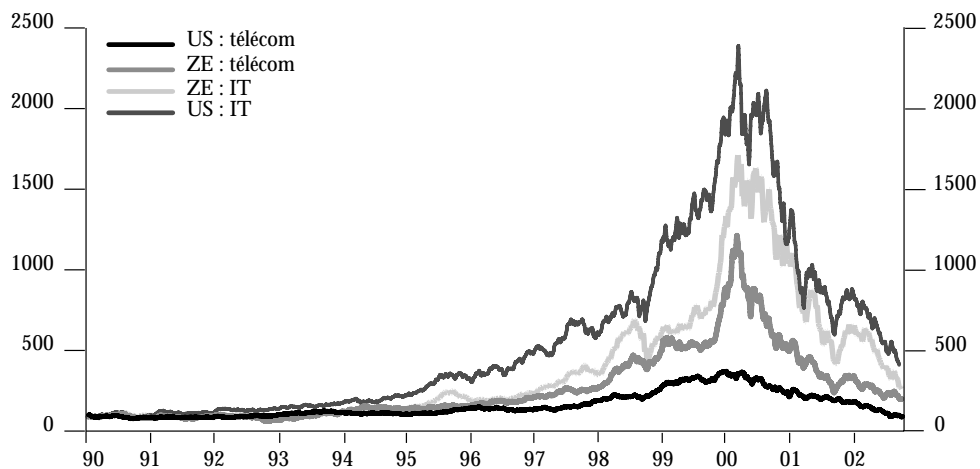
Le graphique 8 montre que la croissance de la capacité installée en nouvelles technologies est passée de plus de 40 % à moins de 10 % sur la période 1996-2000. Les perspectives de résultat ont aussi été basées sur l'extrapolation des taux de croissance très élevés de la période 1995-2000,

d'où les valorisations boursières invraisemblables des secteurs concernés (cf. graphique 9).

Le tableau 1 montre qu'à nouveau en 2002, le marché mondial des PC et des téléphones portables devrait stagner.

Les marchés financiers et même les entreprises ayant cru à la poursuite indéfinie de taux de croissance qui ne pouvaient être que transitoires, le choc (sur la valorisation, sur le besoin de capacité) a été considérable, au moment où les taux de croissance sont révisés. Certaines entreprises de ces secteurs ne se sont pas contentées

**Graphique 9**  
**Indices boursiers télécom et technologie de l'information (100 en 90)**



Source : DRI.

**Tableau 1**  
**Évolution des marchés mondiaux de technologie**

	1999	2000	2001	2002
Nombre de PC vendus (millions)	120,6	139,9	134,1	135,5
Nombre de téléphones mobiles vendus (millions)	288	403	387	400-410



d'appauvrir leurs actionnaires mais, comme dans le cas précédent, ont voulu cacher le fait que les perspectives de croissance et de profit étaient devenues très décevantes, d'où la poursuite de la croissance externe, l'excès d'endettement parfois caché...

Certains analystes n'ont pas, non plus, pu ou voulu avouer que les valorisations qu'ils suggéraient antérieurement n'avaient plus de sens.

### FAUT-IL RATIONALISER CERTAINES ACTIVITÉS ?

Dans les secteurs de l'électricité (Enron, British Energy), des transports ferroviaires (Railtrack), des télécoms (WorldCom, Mobilcom), la liste des entreprises défaillantes est impressionnante. Une caractéristique commune de ces secteurs, dans les pays où ces défaillances ont eu lieu, est d'avoir une composante de service public, un besoin en capital important, et d'avoir été privatisés et déréglementés. Or, la théorie nous dit que s'il y a un monopole naturel (une situation avec des coûts d'entrée importants, par exemple dus au besoin d'un investissement massif en infrastructures), les entreprises concernées ne peuvent équilibrer leurs comptes que si elles

reçoivent des subventions publiques ou si elles peuvent percevoir une rente de monopole.

S'il n'y a pas de subventions (ce qui est le cas en général après privatisation) et si les régulateurs fixent les prix au niveau (bas) qui leur paraît socialement efficace, il est clair que les entreprises vont faire défaut.

Une réflexion apparaît donc, même dans les pays anglo-saxons, sur le retour au secteur public d'un certain nombre d'activités fortement capitalistiques : gestion des voies ferrées, des usines électriques, des infrastructures de télécoms. Si ceci avait été fait plus tôt, l'incitation à manipuler les comptes aurait disparu, et des défauts retentissants auraient été évités.

### LES EFFETS PERVERS DU VIEILLISSEMENT DÉMOGRAPHIQUE

Depuis le milieu des années 1980, les grands pays de l'OCDE se trouvent dans une situation inédite : la population en âge d'épargner (les 40 à 60 ans) est très nombreuse, et sait qu'il faut qu'elle prépare sa période de retraite dans un contexte où la génération suivante est de plus petite taille (cf. tableau 2) et où, de plus, l'espérance

**Tableau 2**  
**Population (40 à 60 ans/60 ans et plus)**

Ratio 40-60 ans/+ de 60 ans	2000	2005	2010	2015	2020	2025	2030
États-Unis	160,68	165,36	149,66	128,34	107,54	94,71	91,06
Zone euro	118,52	121,58	119,50	114,28	104,51	91,43	80,07
Japon	122,95	105,00	87,94	84,87	85,58	83,60	76,92

Source : Census Bureau.



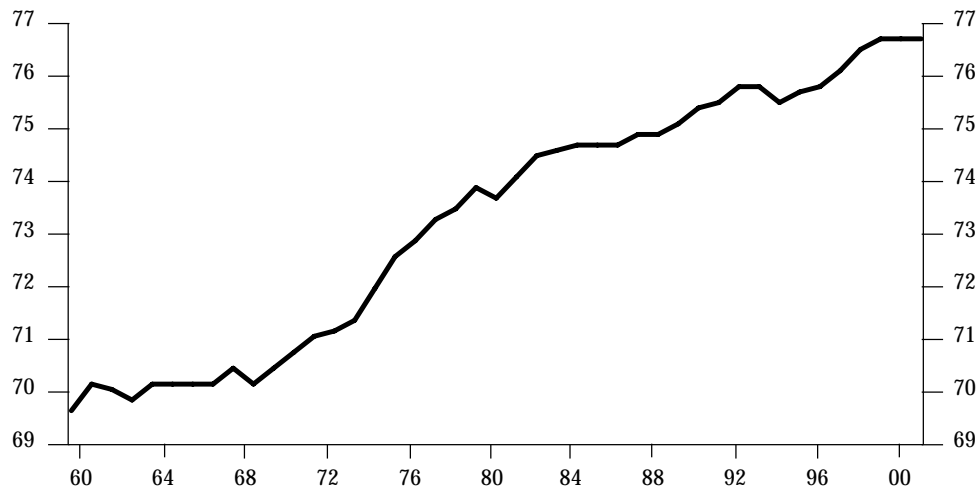


de vie s'est beaucoup allongée (cf. graphique 10).

Cette population a donc été incitée à beaucoup épargner et à rechercher des rendements importants pour son épargne. Dans le même temps, la gestion

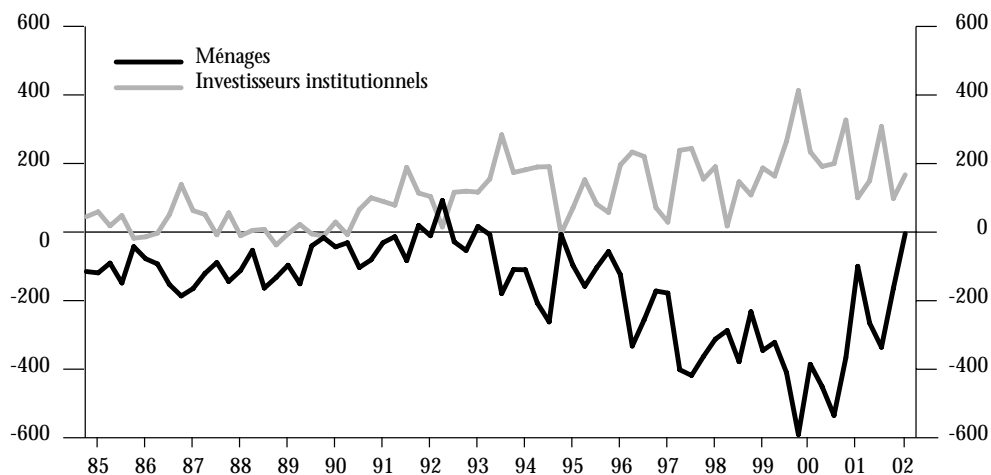
de l'épargne s'est professionnalisée et est devenue beaucoup plus concurrentielle. Le graphique 11 montre que la détention des actions aux États-Unis est passée des ménages aux investisseurs institutionnels.

**Graphique 10**  
**États-Unis : espérance de vie à la naissance**



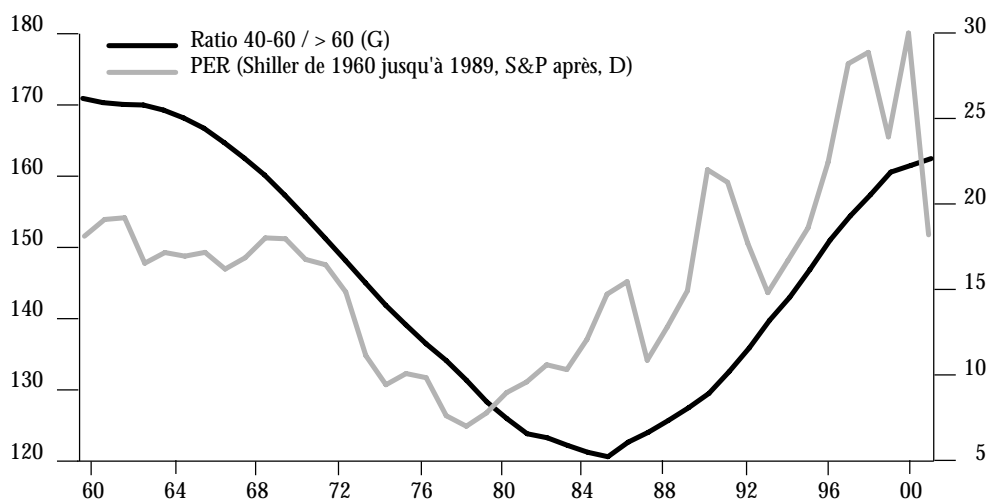
Source : Census Bureau.

**Graphique 11**  
**États-Unis : achats nets d'actions (Md\$)**



Source : DRI.

**Graphique 12**  
**États-Unis : population et PER**



Source : DRI.

Cette situation a eu deux conséquences :

- l'apparition d'une forte demande pour les actifs financiers, faisant monter leurs prix comme cela est le cas dans toutes les périodes de démographie similaire (cf. graphique 12) ;
- avec la concurrence entre les investisseurs institutionnels, il y a recherche de rendements élevés pour essayer d'accroître les parts de marché. Ceci a conduit les banques d'investissement à proposer des actifs sophistiqués et risqués à ces investisseurs ; ceci a canalisé ces investisseurs vers les entreprises où les secteurs, dont ils attendaient les rendements les plus élevés, contribuent ainsi aux anomalies de valorisation.

La professionnalisation de la gestion d'actifs dans une période précédente

l'arrivée du vieillissement a certainement conduit à ce que les épargnants ont détenu trop d'actifs risqués par rapport à leur désir réel, et aussi au mimétisme des investissements sur un petit nombre d'actifs financiers.

Probablement, dans le futur, on pourrait observer l'inverse de ce qui vient d'être décrit pour la période 1996-2001 : un retour à une réglementation et une supervision très sévère des entreprises, des analystes, des pratiques comptables ; une réaction très négative des investisseurs à la persistance de rendements financiers faibles ; le retour de l'État et des capitaux publics dans certaines activités de monopole naturel ; le passage à une situation d'excès chronique d'offre et non de demande d'actions avec le vieillissement.