

NOTES

et qui d'ores et déjà portent leurs fruits⁶ — tant au plan des réformes financières et structurelles qu'à celui de la régulation macroéconomique. Néanmoins l'ordre de grandeur qui peut être avancé à propos de ce retard donne matière à un certain optimisme. Quoiqu'il soit difficile à évaluer, il semble relativement élevé : peut-être trois ou quatre cents milliards (en 1985). Cependant, il semble se

combler à un rythme soutenu. Les évolutions récentes des mentalités, ainsi que les évolutions macroéconomique et financière semblent, en l'état actuel des travaux prospectifs, à même de permettre une amélioration très sensible des structures de bilan à horizon de cinq à sept ans, à la fois grâce au comblement du retard accumulé en ce domaine et à la satisfaction des besoins nouveaux des années à venir.

6 - Voir à ce sujet l'étude de la centrale des bilans de la Banque de France résumée dans le bulletin trimestriel de la Banque de France de septembre 1986 ainsi que les résultats observés en ce domaine sur le marché boursier.

COMMENTAIRE

J.F. VINCENSINI *Sous-directeur Direction du Trésor*

L'article de M. Regniet sur les besoins des entreprises françaises en fonds propres soulève, fort à propos, une question majeure, celle de la solidité du système productif.

Si on extrapole¹ à l'ensemble des entreprises françaises la dégradation, entre 1978 et 1983, du ratio de fonds propres des entreprises figurant dans un échantillon de la Centrale des bilans de la Banque de France, la chute a été de 7 points (le ratio de fonds propres de l'échantillon revient de 25,9 à 18,7 %) alors qu'elle n'a été que d'un point (de 26,4 à 25,4 %) pour les entreprises allemandes figurant dans l'échantillon retenu par la Bundesbank.

Le second choc pétrolier a donc eu un effet très dommageable pour les entreprises françaises. D'une part, le partage de la valeur ajoutée s'est sensiblement modifié au détriment des profits, et l'autofinancement a baissé. D'autre part, les taux réels, moindres en France qu'en Allemagne², ont encouragé l'endettement, au détriment des fonds propres.

Dans ces conditions, l'explication de l'auteur selon laquelle « les faibles taux de rentabilité des entreprises françaises n'étaient guère de nature à attirer des capitaux propres extérieurs » durant la période 1978-1983, paraît incomplète, bien qu'elle soit indiscutable.

1 - Cette extrapolation soulève des problèmes méthodologiques sur lesquels il n'est pas utile de s'attarder ici.

2 - Les taux réels à long terme en R.F.A. ont dépassé ceux qui étaient constatés en France de 3 points environ en 1978-1979-1980, d'un point en 1981. Ils sont devenus virtuellement égaux à partir de 1982.

Qu'en est-il aujourd'hui ? Les années 1984, 1985 et 1986 ont permis un redressement substantiel de la rentabilité et de l'autofinancement. D'autre part, la configuration des taux d'intérêt réels depuis 1983 est totalement différente de celle qui a prévalu de 1978 à 1983, puisqu'il y a quasi alignement des taux réels français et allemands, à un niveau qui oscille entre 3 et 5 points. Le « déficit » de 350 milliards de francs qui était estimé à la fin de 1983 est aujourd'hui probablement comblé, voire au-delà : les émissions d'actions des entreprises (y compris non cotées) ont atteint 200 milliards de francs en 1984, 1985 et 1986 (40, 61 et 100 milliards respectivement) et les bénéfices mis en réserve 190 milliards de francs (40, 60 et 90 milliards). Dans le même temps la capitalisation boursière des actions a été multipliée par 2,5 en trois ans (1 000 milliards de francs à la fin de 1986 contre 400 milliards à la fin de 1983). S'y ajoute celle du second marché qui a atteint 110 milliards de francs à la fin de 1986, alors que ce marché n'existait pas trois ans plus tôt.

Il importe toutefois de garder à l'esprit que, si le taux d'épargne des entreprises françaises, après avoir fléchi de 11,5 % en 1979 à 8 % en 1982, s'est redressé à 13 % en 1986, il reste encore en retrait par rapport à son niveau du début des années soixante-dix, voisin de 14,5 %. La poursuite de son amélioration — il pourrait atteindre 13,8 % en 1988 d'après les dernières prévisions — doit donc rester une préoccupation majeure de la politique économique.
