

GESTION FINANCIÈRE, ENDETTEMENT PERMANENT ET
LOIS MACROÉCONOMIQUES*

par

Marc Lavoie
Professeur adjoint
Département de science économique,
Université d'Ottawa
[550, rue Cumberland, Ottawa (Ontario),
CANADA, K1N 6N5]

*Je voudrais remercier le professeur Frédéric Poulon de l'Université de Bordeaux-1 de m'avoir signalé la parution des articles de M. Jacques Guillou, et aussi d'avoir bien voulu les discuter avec moi.

GESTION FINANCIÈRE, ENDETTEMENT PERMANENT ET
LOIS MACROÉCONOMIQUES*

La revue Banque a récemment publié les réflexions de M. Jacques Guillou sur l'analyse et la gestion financières des entreprises, vues du côté des institutions bancaires¹. Les deux principales idées énoncées par Guillou, du moins telles que je les ai retenues sont les suivantes. Premièrement, les entreprises prises dans leur ensemble, ne peuvent pas rembourser les crédits qui leur sont accordés par les banques. Deuxièmement, pour évaluer la capacité d'autofinancement d'une entreprise, il n'est pas nécessaire de tenir compte des sommes affectées par les comptables au remboursement du capital emprunté: il faut plutôt considérer le flux interne de trésorerie d'exploitation.

Dans ce qui suit, j'aimerais rapidement démontrer que les préoccupations d'un praticien rejoignent tout à fait celles de théoriciens intéressés au comportement financier des entreprises face aux contraintes macroéconomiques. Pour une fois, la pensée issue des tours d'ivoire du monde universitaire semble correspondre à l'observation et à l'analyse de ceux qui doivent sans cesse manipuler les faits.

L'endettement permanent

C'est l'une des lois macroéconomiques les mieux établies que le secteur des entreprises est condamné à toujours s'endetter

davantage. Pour s'en convaincre, il suffit de consulter les flux financiers sectoriels de la comptabilité nationale. En considérant quatre secteurs (ceux des ménages, des entreprises, du gouvernement, de l'extérieur), la somme des emprunts nets des uns doit nécessairement égaler la somme des prêts nets des autres. Ainsi, si la différence entre l'épargne (nette d'emprunts) des ménages et leurs investissements immobiliers réels est continuellement positive, et pourvu que cette épargne ne soit pas entièrement absorbée par le déficit du secteur public (Trésor) ou par le surplus de la balance des paiements, elle devra être compensée par les emprunts du secteur entreprise².

Il est quelque peu étonnant, étant donné l'existence de l'identité évoquée ci-dessus, que les analystes financiers ne découvrent qu'aujourd'hui la loi de l'endettement croissant des entreprises. La raison en est sans doute qu'autrefois une grande partie de l'acquisition nette d'actifs financiers par les ménages se faisait sous la forme d'achats de titres, actions ou obligations, directement auprès des entreprises. Ainsi, seule la monnaie conservée sous forme de moyens de paiement ou pour fins de thésaurisation (et dont une partie pouvait être absorbée par le déficit du Trésor) pouvait correspondre à un endettement bancaire. En général, la banque qui consentait un flux de crédits pour permettre à une entreprise de faire face à des besoins passagers de moyens de paiement voyait rapidement refluer ces moyens de paiement lorsque les bénéficiaires de ces paiements dépensaient ou

plaçaient leurs revenus auprès des entreprises, ce qui permettait à celles-ci de rembourser les banques.

La situation a maintenant évolué. Les ménages ne placent plus leur épargne directement auprès des entreprises. Ils préfèrent placer celle-ci auprès des institutions financières, en particulier les banques. Celles-ci n'achètent ni actions ni obligations: elles consentent des prêts de longue durée qui s'avèrent éventuellement être permanents. Il ne peut d'ailleurs en être autrement. Pour que les prêts soient remboursés, il faudrait que le Trésor accroisse son déficit ou que les ménages décident de consommer leur capital financier³. La faillite d'entreprises sera l'autre moyen de faire disparaître ces prêts.

Il suit que pour financer leurs investissements les entreprises ne peuvent plus compter sur la vente périodique de valeurs mobilières. Elles doivent se replier sur les fonds propres (les bénéfices non distribués) qu'elles génèrent de période en période et sur l'accroissement des crédits accordés par les banques, lequel correspond à l'épargne liquide des ménages. Ainsi, comme autrefois, les entreprises absorbent les liquidités accumulées par les ménages. Mais tandis qu'auparavant elles le faisaient directement, les actions achetées par les ménages étant considérées comme un afflux de fonds propres et non comme un endettement accru, elles le font maintenant indirectement par l'intermédiaire des banques. Celles-ci sont dans l'obligation

d'accepter la permanence de leurs concours: le refuser serait plonger le système productif dans le plus profond désarroi.

L'endettement permanent des entreprises vis-à-vis les banques n'est pas dû à un effort d'investissement trop grand, ni à des taux d'intérêt qui seraient trop faibles⁴. Bien au contraire, la réduction des ressources propres des entreprises est due aux taux d'intérêt trop élevés, à l'épargne liquide trop élevée des ménages et à l'investissement trop faible des entreprises qui leur sont associées. Les entreprises hésitent à investir parce que la période de récupération correspondant aux hauts taux d'intérêt monétaires est beaucoup trop courte pour justifier la rentabilité des projets d'expansion ou de modernisation. Quant aux ménages, les taux qui leur sont offerts sur leurs dépôts à terme par les institutions bancaires sécuritaires sont aussi intéressants, sinon plus, que les taux de rendement qui peuvent être obtenus à la bourse. Les entreprises ne sont pas endettées par manque d'épargne; elles le sont à cause d'un surplus d'épargne, en particulier l'épargne liquide⁵.

Comme l'affirme Guillo~~M~~, dans la mesure où les taux d'intérêt élevés résultent des politiques monétaires de la banque centrale ou de celles du Federal Reserve System américain, les gestionnaires des banques doivent faire face à leurs responsabilités en tenant compte des changements progressifs mais importants qui ont affecté les relations financières entre banques et entreprises. Les banques ne peuvent plus se considérer comme les simples

fournisseurs de fonds de roulement temporaires. Comme le dit Richard Kahn, les dépôts bancaires constituent pour les ménages le moyen de détenir une partie de leur richesse sous forme liquide, et ce sont les banques qui sont ainsi chargées de la gestion de cette richesse⁶. La banque est donc liée à l'entreprise de façon permanente, et elle doit renoncer au remboursement de ses concours.

L'analyste financier se doit donc d'adapter ses critères d'analyse financière à ses nouvelles responsabilités. Ceci ne doit pas l'empêcher d'adopter des règles de conduite toutes aussi rigoureuses qu'autrefois. Ce sont ces critères que nous allons maintenant discuter.

Les critères d'endettement marginal

Selon Guillou, il faut abandonner les anciens concepts, car ils sont maintenant dénués de signification. D'une part, les crédits à long terme ne peuvent être distingués en pratique des crédits à court terme, ni les uns ni les autres n'étant effectivement remboursés. La capacité de l'entreprise à répondre à ses contraintes financières présentes ou futures doit donc s'évaluer de façon plus globale.

Pour ce faire, Guillou procède en deux temps. D'abord il définit le concept d'autofinancement brut d'exploitation comme étant le bénéfice de l'exploitation au sens strict, "c'est-à-dire

abstraction faite d'opérations hors exploitation..., et surtout, avant toute incidence de la stratégie financière conduite par l'entreprise - charges de leasing, frais financiers et dividendes"7. Guillou pose ensuite la règle suivante:

"Le flux interne de trésorerie d'exploitation, défini comme l'écart entre l'autofinancement brut d'exploitation et la variation structurelle du besoin de financement de l'exploitation, doit à notre sens couvrir au moins les charges financières, c'est-à-dire les frais financiers et les dividendes"8.

Nonobstant les difficultés que peut entraîner la définition du besoin structurel de financement, le critère énoncé par Guillou (le critère Fitrex) suscite les remarques suivantes. Premièrement, les frais financiers sont perçus de façon globale: qu'il s'agisse de frais d'intérêt sur des emprunts, à court ou à long terme, ou qu'il s'agisse du flux de dividendes. Aucune distinction n'est faite entre créanciers, bancaires ou obligataires, et propriétaires-actionnaires. Ceci est conforme avec la vision sectorielle que nous avons évoquée dans la première partie, où ces distinctions légales sont omises. Comme l'a signalé Joan Robinson, les paiements en dividendes sont tout aussi obligatoires que les paiements d'intérêt dans le contexte institutionnel moderne, et d'autre part le créancier (comme l'actionnaire) acceptera de voir différer le paiement des agios sur une très courte période dans l'espoir de récupérer éventuellement sa mise9.

Deuxièmement, le critère de Guillou fait abstraction des remboursements de crédit qui sont encore exigés par la convention bancaire. En réalité, les crédits accordés sont perpétuellement renouvelés, le crédit remboursé correspondant à l'obtention d'un nouveau crédit équivalent (roll-over). Ainsi le critère Fitrex reconnaît implicitement ce phénomène issu des lois de fonctionnement macroéconomiques. Implicitement tout au moins, le critère Fitrex exclut également toute influence que pourrait avoir la mesure des provisions pour consommation de capital (son amortissement). En ce sens, le critère de Guillou est donc énoncé en termes bruts, et il reconnaît l'artificiel des mesures comptables d'amortissement qui sont associées aux mesures en valeurs nettes. Ni les mesures de remboursements de crédits ni celles attenantes à l'amortissement physique ne sont reprises par l'analyse financière. En fait, vouloir les incorporer dans le calcul serait fausser celui-ci.

Le critère Fitrex peut s'écrire ainsi:

$$(1) \quad ABE - VSBFE > FI + FD$$

L'autofinancement brut d'exploitation (ABE) moins la variation structurelle de besoin de financement de l'exploitation (VSBFE) doit être supérieur à la somme des frais en intérêts (FI) et des frais en dividendes (FD).

L'analyse de Guillou, et le critère qui en découle, est très proche de celle proposée, du point de vue de l'entreprise, par un économiste post-keynésien de Cambridge, Adrian Wood¹⁰. Celui-ci procède également d'une analyse de trésorerie. Les profits qu'il définit sont identiques à l'autofinancement brut d'exploitation de Guillou. Pour financer l'achat d'actifs (physiques ou financiers), l'entreprise doit avoir recours pour partie à ses propres ressources, et pour partie à des ressources externes, par des emprunts ou l'émission d'actions. Wood écrit tout ceci sous la forme¹¹:

$$(2) \quad rP + xI = I + fI$$

Toutes ces mesures sont brutes. rP représente les profits conservés en entreprise, autrement dit l'autofinancement brut d'exploitation moins les frais financiers. I représente l'investissement brut physique de l'entreprise, et fI les placements financiers, qu'on peut assimiler à la variation structurelle du besoin de financement de l'exploitation. x est le taux d'endettement marginal, xI l'accroissement de l'endettement extérieur (sous forme de prêts, d'obligations ou d'actions) jugé raisonnable. Avec les notations de Guillou (équation (1)), l'équation de Wood (équation (2)) peut se réécrire:

$$(3) \quad ABE - (FI + FD) + xI = I + VSBFE$$

Ou encore

$$(4) \quad ABE - VSBFE = FI + FD + (1 - x) I$$

Cette dernière équation signifie que le flux interne de trésorerie d'une entreprise doit non seulement être capable de financer les frais financiers existants mais également une partie de l'investissement physique de la période. Tandis que l'équation (1) représente une condition minimale de fonctionnement, l'équation (4) représente une condition de fonctionnement normal. Le coefficient x , c'est-à-dire le levier d'endettement, est le taux marginal d'endettement jugé normal, c'est-à-dire le taux d'endettement le plus élevé qui puisse être toléré par les gestionnaires de l'entreprise. L'endettement est avantageux pour l'entreprise puisqu'il permet, à marge de profit donnée, un taux de croissance plus élevé. Mais par ailleurs, un levier d'endettement élevé accroît l'amplitude des fluctuations de profits, et en cas de difficultés conjoncturelles, les banques seront d'autant plus réticentes à consentir des prêts. Les gestionnaires doivent donc arbitrer entre les avantages et les désavantages de l'endettement, c'est-à-dire entre une croissance accélérée et une situation financière pouvant mener à la faillite. Cet arbitrage définit le taux d'endettement jugé normal, celui qui garantit au mieux la pérennité de l'entreprise¹².

Guillou reconnaît que son critère Fitrex est une règle plancher. Son point de vue est en définitive très proche de celui d'Adrian Wood puisque Guillou écrit:

"L'entreprise dont le flux de trésorerie est nul... est une entreprise viable... [mais] le devenir d'une telle entreprise dépend dans une large mesure de l'appréciation que porteront sur des différents projets, les prêteurs auxquels elle s'adressera... Une entreprise soucieuse de préserver une partie au moins de son indépendance stratégique se doit d'extérioriser un flux interne de trésorerie d'exploitation supérieur à ses charges financières"¹³.

Le flux interne de trésorerie qui est requis est précisément défini par les équations (3) et (4) de Wood. Son niveau stratégique va donc dépendre de la dépense d'investissement projetée, de la variabilité des profits du secteur industriel dans lequel se trouve l'entreprise, des préférences des gestionnaires et des propriétaires, de la confiance des banquiers et des relations qu'entretiennent les gestionnaires avec ceux-ci.

J'espère ainsi avoir démontré dans cette courte note qu'une partie de la littérature de science économique, celle des économistes post-keynésiens, est pertinente à la compréhension et à l'analyse des institutions du monde moderne.

Notes

1. Voir dans Banque, "Fonds de roulement et besoins en fonds de roulement", mars 1979 (#382); "La banque à l'ère de l'endettement permanent", janvier 1981 (#402); "Le modèle Fitrex d'analyse et de gestion financière", mai 1981 (#406).
2. Voir la remarquable étude de Joseph Steindl, "The Role of Household Saving in the Modern Economy", Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review, mars 1982 (#140).
3. Voir, par exemple, Marc Lavoie, "Structures financières, endettement et profits", Économie appliquée, No 3, 1982, pp. 290-3.
4. C'est l'impression qui se dégage parfois de la lecture des travaux portant sur les économies dites d'endettement, par exemple Claude Toullec, "Économie de marché, économie d'endettement et politique monétaire", Banque, mars 1979 (#382), p. 299. Incidemment, l'analyse stricte des relations entre taux d'intérêt, crédit et monnaie qui est faite par Toullec et par les gens de la Banque de France (Berger, de La Genière, David, etc.) est très proche de l'analyse de la monnaie endogène des post-keynésiens, en particulier celle de Nicholas Kaldor et James Trevithick, "A Keynesian Perspective on Money", Lloyds Bank Review, janvier 1981.

5. Voir Steindl, op.cit.
6. R.F. Kahn, "Some Notes on Liquidity Preference", in Selected Essays on Employment and Growth, Cambridge University Press, Cambridge, 1972, p. 80.
7. Guillou, op.cit., (mars 1979) p. 350; cf. Guillou, op.cit. (mars 1981), p. 570.
8. Guillou, op.cit., (mai 1981), p. 575.
9. Joan Robinson, L'accumulation du capital, Dunod, Paris, 1972, pp. 229-30.
10. Adrian Wood, A Theory of Profit, Cambridge University Press, Cambridge, 1975.
11. Wood, op.cit., p. 18.
12. Wood, op.cit., pp. 27-32.
13. Guillou, op.cit., (mai 1981), p. 577.