

D'UNE CRISE À L'AUTRE

L'INVESTISSEMENT DES GRANDS GROUPES FRANÇAIS PRIS DANS LE CYCLE DÉFLATIONNISTE

Mots-clés : Investissement, cycles, crises financières, marchés financiers et macroéconomie.

Key worlds : Investment, Cycles, Financial Crises, Financial Markets, Macroeconomics

INTRODUCTION

L'accroissement de la dépendance entre l'activité économique et les fluctuations sur les marchés financiers ces dernières années dans les pays occidentaux tend à appuyer la thèse d'un retour aux cycles financiers. Selon Aglietta et Berrebi (2007), nous sommes passés d'un cycle inflationniste durant la période des Trente Glorieuses, à un cycle déflationniste réel depuis les années 1980 et l'avènement des « 3D » (déréglementation, désintermédiation et décroissance) sur les marchés financiers. Par quels biais la sphère financière impacte-t-elle l'activité des entreprises ? Dans quelle mesure peut-on alors évoquer un phénomène de cycle financier qui induirait un cycle d'investissement ? Le décryptage du comportement des groupes français cotés au SBF 250 durant les deux crises de ce début de XXI^{ème} siècle (éclatement de la bulle technologique en 2001-2002 puis crise des *subprimes* en 2007-2008) permettra d'éclairer les réponses théoriques à ces questions qui seront apportées dans un premier temps.

Le modèle construit par Hyman Minsky (1975) dont nous faisons ici une présentation succincte, et qui fait de l'investissement un phénomène financier,

(*) Université Paris Diderot - Paris 7, LADYSS - Département d'Économie - Dalle des Olympiades, Immeuble Montréal - 103 rue de Tolbiac - 75013 Paris, France. E-mail : yguy46@gmail.com
Merci à Renaud du Tertre pour ses nombreux conseils et remarques. Toutes erreurs ou omissions sont de mon entière responsabilité.

permet d'établir un lien entre bulle financière et investissement productif. Le schéma minskyen basé sur la notion de fragilité endogène des bilans fournit ainsi une explication à la chute conjointe des marchés financiers et de l'investissement. La hausse des prix sur les marchés financiers implique en effet de manière récurrente un emballement de l'investissement productif des entreprises, compte tenu de la modification du coût du capital qui en découle. Ensuite, au plus haut point de l'emballement, le retournement endogène des marchés révèle un risque d'insolvabilité pour un certain nombre d'entreprises, et provoque alors une chute généralisée de l'investissement. Le modèle minskyen de l'investissement dans un cadre financiarisé est un modèle à deux prix. L'entrepreneur considère en effet le prix d'offre et le prix de demande du capital sur les marchés financiers. Le prix d'offre est envisagé du point de vue des banques ou des opérateurs financiers cherchant à placer des fonds en titres de dette. Il est fondé sur le prix d'offre des biens en capital sur le marché des biens, et intègre de plus les frais financiers payés pour le niveau d'endettement. Ce dernier se fixe sur la base du niveau d'investissement décidé et de l'autofinancement disponible. Le prix de demande du capital sur les marchés financiers correspond au prix que les entrepreneurs sont prêts à payer pour acquérir un bien en capital, compte tenu des profits anticipés pour le projet d'investissement considéré. Ce prix doit non seulement couvrir le prix du bien en capital acquis et les charges financières d'endettement, mais également assurer le rendement attendu par les propriétaires du capital qui dépend de la préférence pour la liquidité (PPL) des investisseurs (1). Selon Brossard (1998), la PPL des investisseurs potentiels se fixe sur la base de l'anticipation des prix d'actifs (2). Ces anticipations de valorisation des actifs fixent le rendement anticipé de ces derniers, et par conséquent le prix que les entrepreneurs peuvent effectivement payer.

Lorsque l'investissement dépasse l'autofinancement disponible, l'entreprise doit s'endetter, ce qui conduit le prix d'offre du capital sur les marchés financiers à augmenter exponentiellement. En effet, ce prix doit alors prendre en compte, en plus du prix des biens en capital, les frais financiers engendrés par l'endettement rendu nécessaire. Le prix d'offre du capital considéré par l'entrepreneur s'accroît en raison du principe du risque croissant de Kalecki (1937). Selon ce dernier, puisqu'il devient de plus en plus risqué de financer un projet au-delà d'un certain montant, ce risque est répercuté par les prêteurs à travers une augmentation des taux d'intérêt. Compte tenu de l'accroissement des

(1) Le prix de demande du capital productif par les entrepreneurs s'élève relativement au prix de la monnaie ou de tout autre actif plus liquide à mesure que l'importance accordée à la liquidité recule. Dans la théorie keynésienne en effet, l'offre de chaque actif dépend de la liquidité de ce dernier et de la valeur accordée à la liquidité (Keynes, 1936; Wray et Tymoigne, 2008).

(2) Minsky pose quant à lui qu'il est possible d'appréhender la PPL des investisseurs à travers la quantité de monnaie disponible dans l'économie.

charges d'intérêt, le prix de demande du capital considéré par les entrepreneurs se réduit donc de façon exponentielle, cette chute étant accrue par la réévaluation à la hausse de la prime de risque. Pour éviter toute perte de rendement latente pour les actionnaires, il s'agit pour les dirigeants de faire jouer l'effet de levier, en finançant en partie l'investissement par l'endettement. En effet, la rentabilité de l'investissement continue de croître à mesure que les montants investis s'élèvent tant que l'accroissement du risque perçu par les agents, ainsi que l'évolution du rendement attendu par les actionnaires qui en découle, ne conduisent pas à une égalisation des prix d'offre et de demande du capital.

Minsky montre que selon un tel schéma, l'investissement connaît un emballement « mécanique » lorsque les profits obtenus sont supérieurs ou égaux aux attentes. Le risque prêteur est en effet revu à la baisse, le prix d'offre du capital s'élève alors que le prix de demande se comprime. Par conséquent, l'investissement décidé à la seconde période s'accroît spontanément puisque les entreprises profitent de cette évolution pour s'endetter plus mais aussi d'un autofinancement éventuellement supérieur aux prévisions, ce qui leur permet d'accroître leurs acquisitions de capital fixe. Selon la loi sur la détermination des profits de Kalecki (1943), le profit global correspond à l'ensemble des dépenses des agents sur la période. Le profit des firmes découle en particulier des dépenses en capital effectuées par les firmes elles-mêmes. À partir du moment où l'investissement connaît une première accélération, les profits des firmes s'élèvent et conduisent à la période suivante à un nouveau sursaut de l'investissement en réduisant le risque prêteur. En conséquence les profits explosent et par suite un boom d'investissement prend place. Le niveau de profit nécessaire à la validation des anticipations et amorçant par conséquent la phase ascendante d'un emballement de l'investissement productif est d'autant moins important que l'évaluation du risque est faible. Autrement dit, si la perception du risque sous-jacent aux projets d'investissement se réduit soudainement, le recul du prix d'offre du capital et l'accroissement du prix de demande spontanés sont possibles. Ainsi envisagé, ce modèle appuie la thèse selon laquelle un secteur porteur, le plus souvent en phase d'innovation (Kindleberger, 1978), peut conduire à une phase d'expansion économique doublée d'une bulle financière. Effectivement, si une telle situation renforce la confiance des investisseurs, l'évaluation du risque de crédit est nettement revue à la baisse, tout comme le rendement attendu par les propriétaires du capital.

La phase d'emballement prend fin en raison de l'Hypothèse d'Instabilité Financière (« FIH ») de Minsky. Comme expliqué ci-dessus, l'envolée de l'investissement se fait par le biais d'un accroissement du financement externe étudié sous l'angle de l'endettement, ce qui explique la fragilité endogène des entreprises, c'est-à-dire l'accroissement du risque de défaut de ces dernières. Dans la phase ascendante d'un cycle, c'est la réduction de la PPL des investisseurs sur les marchés financiers, soit le recul du risque perçu par l'ensemble des investisseurs qui engendre la hausse du prix de demande du capital que sont prêts à payer les entrepreneurs puisque les exigences des actionnaires se réduisent. La part du financement externe dans le bilan s'accroît. Mais cet

accroissement prend fin sous l'effet d'un retournement endogène de la PPL qui correspond à un retournement de l'opinion collective sur les marchés financiers. Par suite, le risque de crédit est réévalué à la hausse, ce qui engendre la chute de l'investissement.

L'accroissement de l'autofinancement disponible en phase d'emballlement, autrement dit des fonds avancés par les actionnaires, dû à la hausse des profits, correspond à un gonflement des collatéraux. La sous-estimation du risque de crédit qui en découle conduit à une période de grande confiance sur les marchés financiers, autrement dit une situation de sous-estimation de la prime de risque. C'est ainsi qu'une bulle financière apparaît. À mesure que l'emballlement sur les marchés financiers progresse, la PPL recule. C'est lorsque les investisseurs sur les marchés financiers commencent à avoir des doutes sur la valeur des collatéraux que la PPL se retourne, et engendre une chute des prix sur les marchés financiers. Ces doutes engendrent une réévaluation du risque de crédit. Le retournement à la hausse de la PPL, autrement dit la fuite des investisseurs vers la liquidité, conduit ainsi les firmes vers un fort risque d'insolvabilité puisque le refinancement de la dette devient extrêmement difficile. Les entreprises (3) sont alors conduites à comprimer leurs investissements de façon à utiliser au maximum l'autofinancement pour rembourser leurs dettes (Minsky, 1986). Dans le cadre minskyen, les marchés financiers peuvent donc être à la fois à la source de la phase ascendante d'un cycle d'investissement et de son retournement.

La financiarisation des stratégies, manifeste depuis le milieu des années 1990, et engendrée par le principe de la valeur actionnariale, permet d'enrichir ces enseignements extrêmement porteurs. La description du passage des deux crises financières récentes par les grands groupes français cotés, et ce à travers leurs comptes consolidés, nous permet ensuite d'appuyer ces hypothèses. Ce tableau théorique et empirique amène finalement à appuyer l'idée selon laquelle les contraintes financières conduisent les firmes à subir les cycles financiers. Ceci engendre la récurrence des risques déflationnistes lorsque le risque de système se déclenche dans la sphère financière. Nous décrirons dans une première partie la question de la maximisation de la valeur actionnariale et ses conséquences sur les stratégies d'entreprise et sur la notion de fragilité endogène. Dans une deuxième partie, nous présenterons les enseignements qui peuvent être tirés de l'analyse des comptes des grands groupes français en termes de cycles d'investissement, avant de montrer dans un troisième temps la fragilité financière des groupes et son approfondissement dû aux nouvelles stratégies. Enfin, nous expliquerons comment ces différents éléments permettent d'appuyer l'hypothèse selon laquelle les grands groupes français sont aujourd'hui pris dans un cycle financier de nature déflationniste.

(3) Dans la terminologie de Minsky (1986), ce sont les entreprises « Ponzi », qui, pariant sur une accélération des profits à long terme pour pouvoir payer à la fois le capital et les intérêts, sont les premières à faire faillite en cas de crise financière.

I. — LE PRINCIPE DE LA VALEUR ACTIONNARIALE AMPLIFIE LA FRAGILITÉ ENDOGÈNE

Tout en gardant à l'esprit le schéma minskyen de l'investissement, il faut souligner que les risques pesant sur le niveau d'endettement souscrit par les firmes sont encore accentués dans le régime de croissance financiarisé. Les contraintes de rendement imposées par les propriétaires du capital conduisent les dirigeants d'entreprise à financiariser leurs stratégies, impliquant en retour une amplification des risques de chute de l'activité économique en période de crise financière.

1. Une contrainte financière conduisant à une recherche maximale de levier financier

Dans le cadre du régime de croissance patrimonial ou financiarisé (Aglietta, 1998 ; Boyer, 2000), le recours à l'effet de levier de la part des entreprises ne se réduit pas à la seule opération de financement de l'investissement productif dans le but de favoriser la croissance à long terme. C'est en fait la question de la maximisation du rendement pour l'actionnaire qui préoccupe principalement les grandes entreprises. Depuis deux décennies, le principe de la valeur actionnariale s'impose aux dirigeants d'entreprises. Autrement dit, selon Aglietta, la communauté des investisseurs sur les marchés financiers impose une contrainte forte aux entreprises qui correspond à la maximisation des « flux actualisés des dividendes futurs », ce qui revient concrètement à maximiser la valeur des titres financiers (Aglietta et Berrebi, 2007, p. 35). Si les marchés financiers ont reconquis un rôle central dans l'économie et donc dans le fonctionnement du régime d'accumulation, c'est parce que sous l'impulsion de la libéralisation financière, la structure de propriété du capital des entreprises et la stratégie des actionnaires qui en découle ont profondément évolué vers un mode de contrôle par les actionnaires. Comme le montrent Aglietta et Rigot (2009, p. 19), la transformation et le développement de la sphère financière se voient par exemple à travers la part des sociétés financières dans le profit global aux États-Unis qui passe de 10 % en 1980 à 40 % en 2007.

Le principe de la valeur actionnariale se base sur la possibilité d'intérêts divergents entre dirigeants et actionnaires mis en évidence par la théorie de l'agence. Elle souligne par ailleurs l'existence d'une asymétrie d'information à l'origine de différents types de risques financiers (aléa moral ou sélection adverse). Les attentes des actionnaires prennent la forme d'un accord conventionnel sur les marchés et sont respectées en particulier en raison de la pression constante exercée sur les firmes par la menace d'OPA, ou encore par le recours à des principes incitatifs tels que les stock-options. Ces attentes vont alors inciter les entreprises à employer diverses stratégies financières dans le but d'accroître la valeur des actions. C'est en effet sur cette base que l'on assure à d'éventuels investisseurs une maximisation des dividendes futurs puisque

la valeur de marché des titres n'est autre qu'une anticipation des flux de revenus futurs actualisés. En plus du recours à différentes manipulations financières, les dirigeants d'entreprise adoptent des règles de « bonne gouvernance » censées assurer la transparence de l'information et la primauté de la défense de l'intérêt des actionnaires en matière de rendement et de risque (Commissariat général du Plan, 2002).

Cette contrainte financière s'est imposée en particulier par l'importance croissante dans le capital des entreprises des investisseurs institutionnels véhiculant ce discours, et dans le contexte particulier du premier emballement financier (1996-2000) sur les deux périodes ici étudiées. Compte tenu de l'incertitude portant sur les valeurs technologiques, les analystes financiers ont convaincu l'ensemble des acteurs de la possibilité du maintien de rendements financiers considérables en s'appuyant sur les profits alors enregistrés par certaines entreprises du secteur, donnant lieu à une période d'excès de confiance de la part des agents (Orléan, 1999). La phase ascendante du deuxième cycle financier qui s'étale sur la période 2004-2007, prend sa source dans la bulle initiée sur le marché des *subprimes* américains. À la suite de la crise des valeurs technologiques, de nouveaux fonds de placement connaissent un développement rapide : les *Hedge Funds* et *Private Equity*. Les investisseurs institutionnels leur délèguent une partie de l'épargne dont ils ont la charge pour maximiser le rendement de cette dernière (Coriat, 2008). En procédant en particulier à des rachats inamicaux d'entreprises sur la base d'importants leviers d'endettement, ils crédibilisent plus encore les menaces portant sur les dirigeants. Une firme dont le cours est trop faible constitue une cible potentielle. C'est pourquoi la primauté des principes de la valeur actionnariale reste en vigueur et conduit les firmes à profiter de la nouvelle période d'excès de confiance de la part des agents et du recul du coût du crédit pour valoriser les titres financiers.

La gestion de l'entreprise dans l'intérêt de l'actionnaire conduit à une modification de la répartition du profit entre les parties prenantes. De façon à assurer qu'une part conséquente du profit net revienne aux propriétaires du capital, ces derniers imposent alors peu à peu une norme de rentabilité financière (ou rendement pour l'actionnaire, voir encadré 1, page suivante) très élevée. Et c'est cela qui, en définitive, conduit les firmes à rechercher au maximum l'effet de levier financier. La contrainte des marchés financiers incite donc les managers à déployer des stratégies particulières destinées à respecter ces normes conventionnelles de rendement (Commissariat général du Plan, 2002). Ils sont donc amenés à chercher des stratégies complémentaires au principe de l'investissement productif financé sur la base d'un endettement, tel que décrit par le modèle de Minsky. La rentabilité financière est accrue par l'intermédiaire de stratégies financières, et rend la structure de bilan des firmes de plus en plus dépendante de l'évolution des anticipations sur les marchés financiers, soit de l'évolution de la PPL. Le principe de la valeur actionnariale va ainsi amplifier le phénomène de fragilité endogène du bilan des firmes.

ENCADRÉ 1 : Les deux facteurs explicatifs de l'effet de levier

L'effet de levier qui est recherché par les directions d'entreprise à travers leurs stratégies de financement du capital immobilisé qui impliquent d'effectuer un arbitrage entre dettes et fonds propres a pour objectif d'accroître la rentabilité financière dont bénéficient les actionnaires (en tant que propriétaires des fonds propres), par rapport au coût de l'endettement qui se traduit par le versement d'intérêts aux créanciers (rémunérant crédits bancaires ou dettes de marché). Cette différence de rendement se justifie *a priori* par une différence de risques pris par les détenteurs d'actifs financiers, mais l'appréciation portée dans la pratique sur l'importance que doit atteindre cette différence constitue un sujet éminent de controverse en finance.

L'effet de levier est obtenu à travers deux mécanismes :

— l'existence d'un écart entre le taux de rentabilité économique du capital total immobilisé dans l'entreprise et le taux d'intérêt moyen auquel sont rémunérées les dettes, ce qui permet de rétribuer les fonds propres à un taux de rendement supérieur au taux de rentabilité économique ;

— un taux d'endettement de l'entreprise auprès des créanciers, dont l'accroissement a pour conséquence, pour un taux moyen d'intérêt donné, d'alléger le coût de financement du capital et d'accroître ainsi la part du profit réalisé qui échoit aux actionnaires.

Pour mesurer cet effet au plan comptable, il convient de décomposer le profit de l'entreprise selon les différentes formes de rémunération du capital et, par suite, selon la nature des capitaux engagés :

— le profit net (P_n) de l'entreprise après impôts est réparti entre les créanciers qui perçoivent des intérêts (INT) et les actionnaires qui détiennent le résultat net (R_n), correspondant à la somme des dividendes versés (DIV) et le profit retenu dans l'entreprise (Aut), soit : $P_n = INT + R_n$ avec : $R_n = DIV + Aut$;

— le capital engagé (K) se répartit, quant à lui, entre dettes financières (D) et fonds propres (FP), soit : $K = D + FP$.

En tenant compte des trois formes prises par le profit et les actifs en capital immobilisés à l'actif et au passif de l'entreprise, on distingue trois taux de rendement :

— (r_e) la rentabilité économique de l'entreprise rapporte le profit net total au capital total engagé, soit : $r_e = P_n / K$;

— (i) le taux d'intérêt moyen auquel l'entreprise a contracté ses dettes au cours du temps rapporte les intérêts versés au montant de ses dettes financières, soit : $i = INT / D$;

— (r_f) sa rentabilité financière rapporte le résultat net aux seuls fonds propres, soit : $r_f = R_n / FP$.

En utilisant les relations comptables définies ci-dessus, on obtient la formule de l'effet de levier qui détermine la rentabilité financière de l'entreprise : $r_f = r_e + (r_e - i) D / FP$

Cette formule permet d'isoler deux facteurs explicatifs dans l'effet de levier :

— ($r_e - i$) l'écart entre le taux de rendement économique du capital engagé et le taux d'intérêt implicite inhérent aux dettes financières de l'entreprise ;

— D / FP le « levier » proprement dit qui résulte du taux d'endettement de l'entreprise rapportant le montant des créances aux fonds propres.

Source : du Tertre et Guy (2009, pp. 12-13).

2. Maximisation du rendement pour l'actionnaire et fragilité financière accrue

Comme le montre l'encadré 1, l'effet de levier repose sur trois piliers : la rentabilité économique (ou taux de profit net), le taux d'intérêt apparent et le ratio d'endettement. Pour accroître la rentabilité de l'investissement et par suite la rentabilité financière, les dirigeants d'entreprise optent pour une financiarisation de l'ensemble de leur stratégie de gestion comme le montre Batsch (1999).

La première stratégie, organisationnelle, repose sur l'externalisation des activités essentielles au bon fonctionnement de la firme mais non incluses dans le processus de production des biens vendus par la firme. La deuxième consiste à opérer un recentrage sur le métier de base de l'entreprise (stratégie de porte-feuille). En d'autres termes, les entreprises limitent la diversification de leur activité, dans le but de maximiser leur rentabilité, les actionnaires estimant être plus à même de procéder à une telle diversification à leur niveau. Dans le même ordre d'idée, les entreprises sont amenées à minimiser leur détention de trésorerie, puisque les investisseurs jugent que le placement d'attente de celle-ci sur les marchés financiers génère un coût d'opportunité à leur niveau. Le pendant du recentrage réside dans les opérations de Fusion-Acquisition (F&A), notamment celles qui sont financées sur la base d'un endettement. Il faut en effet se concentrer sur son métier mais être dans le même temps dominateur sur le marché concerné. Ces opérations ont essentiellement pour but de profiter d'économies d'échelle ou encore de synergies entre les entités regroupées. En termes de stratégie concurrentielle, le soutien à la rentabilité économique s'opère en particulier par la compression des coûts qui se traduit par une modification du partage de la valeur ajoutée en nette défaveur des salariés. On peut ainsi dire, avec Aglietta et Berrebi (2007, p. 63), que « la valeur actionnariale impose (...) sa logique à toute l'économie ». Enfin, au plan purement financier, les dirigeants sont conduits à un recours maximum au levier d'endettement. C'est ainsi que de nombreuses F&A sont effectuées sur la base de LBO (*leverage buy out*), montages financiers à effets de levier. Les dirigeants recourent aussi à des émissions de titres obligataires dont la masse correspond à une dette dite *mezzanine*, pour laquelle le remboursement est subordonné à celui de la dette classique, de façon à contenter à la fois actionnaires et créanciers. Un autre axe de la stratégie strictement financière se rapporte aux rachats d'actions, autrement dit au phénomène de relution. Celui-ci permet d'accroître le levier financier au sens strict, et donc le rendement financier pour les actionnaires toujours en place.

Comme décrit avec le modèle minskyen, un boom financier peut prendre place sur la base d'une sous-évaluation du risque sous-jacent aux projets d'un secteur jugé porteur. Puisque les primes de risque reculent, il est dès lors d'autant plus rationnel pour les entrepreneurs de profiter de cette situation de façon à maximiser le recours à l'effet de levier que le principe de la valeur actionnariale domine les décisions de ces derniers. L'emballement en termes de projets de croissance ne concerne plus seulement l'investissement productif mais aussi l'investissement financier, et en particulier les opérations de Fusions-Acquisitions (F&A). Ce type de stratégie permet en effet de trouver de nou-

velles possibilités d'accroissement du rendement pour l'actionnaire. Cet ensemble de comportement accentue la fragilité financière endogène, puisque dans ce contexte, la capacité des entreprises à assurer le paiement des charges d'intérêt tient essentiellement au faible niveau des taux d'intérêt.

Lorsque le retournement de la PPL se produit, suite à un événement révélant la fragilité financière, les opérateurs financiers réévaluent à la hausse le risque prêteur, tout comme les actionnaires sont amenés à revoir la prime de risque qu'ils attendent. Le refinancement de la dette par l'intermédiaire d'un nouvel endettement, voire d'émission d'actions devient de plus en plus coûteux, voire impossible. Par conséquent, un grand nombre d'entreprises sont contraintes de se désendetter. Comme dans le schéma minskyen, les directions d'entreprise sont obligées de réduire leur investissement de façon drastique afin de récupérer des marges de manœuvre pour se désendetter en maintenant leur capacité d'autofinancement. Mais le recul de l'investissement engendre à son tour une chute des profits qui compromet à nouveau, selon un cercle vicieux, leurs possibilités d'investissement. Dans ce contexte, la contrainte qui découle du principe de la valeur actionnariale et qui s'impose toujours aux dirigeants d'entreprise, génère des difficultés supplémentaires. Le profit, qui doit être en théorie tourné vers le remboursement de la dette, est ponctionné par le rachat d'actions destiné à soutenir la rentabilité financière ainsi que par le versement de dividendes. La fragilité financière est donc accrue à la fois par la prise de risque croissante en matière de levier financier, et par la complexité des sorties de crises.

II. — L'EMBALLEMENT CYCLIQUE DE L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF ET FINANCIER DES GRANDS GROUPES FRANÇAIS

L'analyse menée à partir des comptes consolidés des grandes entreprises non financières cotées en France à partir des comptes consolidés de ces dernières (voir encadré 2, page suivante), permet d'appuyer le diagnostic de cycles d'investissement productif et financier générés par les bulles financières et leur explosion, grâce à l'étude des deux périodes récentes de bulles puis de crises financières. Nous focaliserons ainsi notre analyse sur le cycle des « valeurs technologiques » que nous daterons de 1996 à 2003, puis le début du cycle des *subprimes* de 2004 à 2008.

Nous construisons dans un premier temps le taux d'accumulation du capital fixe de l'échantillon. Il s'agit du taux de croissance du stock de capital fixe (4). Celui-ci indique tout d'abord que l'investissement productif s'envole bien sous l'impulsion de l'euphorie financière. Dans un deuxième temps, l'étude de l'évolution du bilan des firmes confirme que les phases d'expansion économique s'ac-

(4) Le taux d'accumulation rapporte en théorie le flux d'investissement nouveau au stock de capital de l'année précédente. Compte tenu de la particularité de la construction de l'échantillon, un tel ratio fait encourir le risque de rapporter un flux à un stock qui porterait sur des ensembles de groupes différents. Pour éviter cet écueil, le taux d'accumulation ici présenté rapporte donc le flux d'investissement nouveau au stock de capital de l'année en cours diminué de ce même flux d'investissement.

compagnent aussi d'une nette augmentation des moyens financiers mobilisés dans le cadre des projets de croissance externe depuis le milieu des années 1990.

1. La poussée de l'investissement sous l'impulsion de l'inflation financière

L'emballlement sur les marchés financiers s'accompagne bien d'une accélération de l'investissement, comme le montrent les théories exposées ci-dessus. Ainsi, le graphique 1 montre une corrélation très nette pour notre échantillon entre le taux d'accumulation des grands groupes français cotés et l'indice des prix du SBF 250. Les deux phases ascendantes de 1996-2000 et 2004-2008 qui précèdent les deux crises financières de 2000-2002 et 2008-2009 peuvent être interprétées comme des phases d'emballlement de l'investissement engendrées par l'euphorie financière selon les présupposés théoriques exposés ci-dessus, et compte tenu de la corrélation évidente qui apparaît sur le graphique 1 entre les mouvements du taux d'accumulation et ceux du prix des actions sur les marchés financiers. On constate en effet que l'accumulation du capital atteint son maximum en 1999 (20,7 %) puis commence à reculer l'année suivante, début de la crise des valeurs technologiques. En 2003, le taux d'accumulation atteint son niveau le plus bas sur la période étudiée, à 13 %, coïncidant ainsi avec le point bas du début des années 2000 sur le marché boursier. À partir de 2004, ce taux repart à la hausse de concert (18,4 % en 2008) avec le nouveau

ENCADRÉ 2 : L'approche du comportement des grandes entreprises cotées à partir de leurs comptes consolidés

L'approche du comportement des grands groupes fondée sur leurs comptes consolidés a pour principal mérite d'éliminer les flux intragroupes et les participations en capital qui conditionnent la détention de filiales par une tête de groupe. Elle permet d'éviter par conséquent les doubles comptes lorsque l'on agrège les comptes de résultats et les bilans des sociétés retenues dans l'échantillon (*).

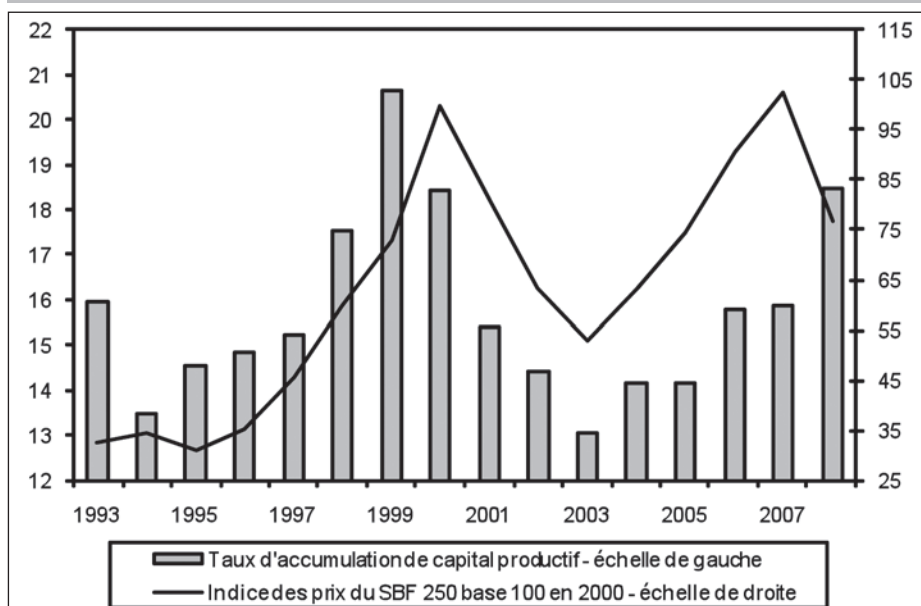
La composition de l'échantillon étudié à partir des données de « Thomson Financial, base Worldscope » est fixée en fonction des entreprises qui sont présentes dans l'indice SBF 250 à la date du 1^{er} janvier 2008, et ceci indépendamment de leurs dates d'entrée dans l'indice sur la période étudiée, c'est-à-dire entre 1989 et 2008, dernière année connue au moment où les calculs ont été effectués. Selon cette règle, l'indice comprend 215 sociétés non financières au total.

L'agrégation des comptes consolidés revient à créer « une grande entreprise fictive » dont le comportement refléterait le comportement moyen de l'ensemble des entreprises composant l'indice, faisant ainsi abstraction de leur hétérogénéité et de la nécessité de nuancer certaines conclusions en faisant apparaître des sous-groupes, notamment en fonction de leur appartenance sectorielle et de leur insertion sur le marché mondial. Toutefois pour éliminer les distorsions les plus manifestes, les calculs ont été opérés en excluant deux entreprises : Vivendi et France Télécom, compte tenu du poids de leur endettement à la fin des années 1990 et des vicissitudes qu'elles ont traversées dans les années 2000 pour redresser une situation désastreuse de surendettement.

(*) B. Bachy et M. Sion (2005).

Source : du Tertre et Guy (2009, p. 9). Modifications pour les besoins du présent article.

GRAPHIQUE 1 : Taux d'accumulation du capital productif des sociétés non financières du SBF 250 en % et effet d'entraînement des marchés financiers

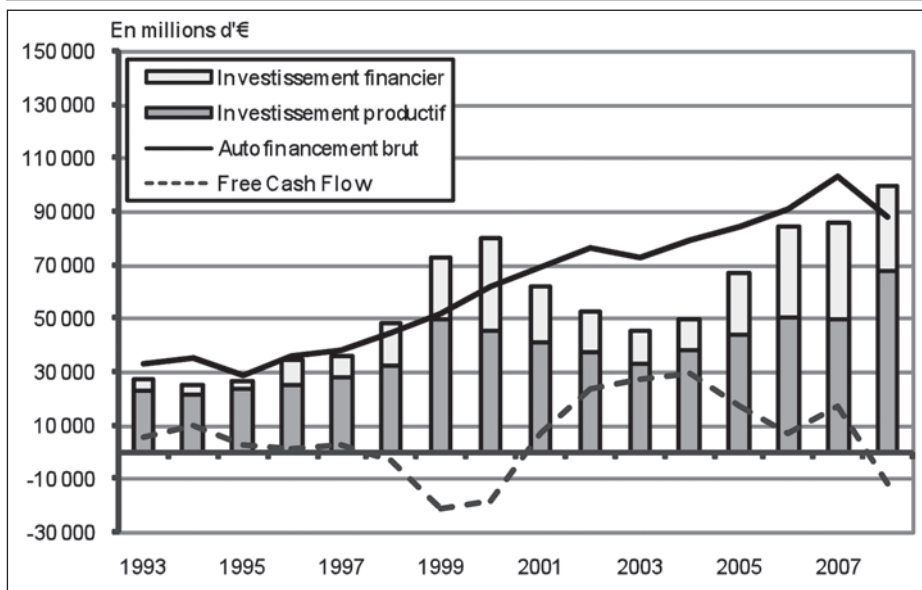


Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom.

mouvement haussier sur les marchés financiers. Toutefois, le constat est clairement celui d'une accélération bien moindre que sur la période précédente, comme souligné par Aglietta et Berrebi (2007).

Dans chaque phase ascendante du cycle des affaires, les conventions de rendement élevées ont pour corollaire une forte réduction de la PPL. Par conséquent le prix de demande du capital à la Minsky, soit le prix que l'entrepreneur est prêt à payer pour acquérir un bien en capital s'élève. Dans le même temps, le prix d'offre du capital, ou prix proposé par les banques ou les opérateurs financiers pour le prêt de fonds, recule. C'est ainsi qu'une poussée minskyenne et procyclique de l'investissement productif peut prendre place, comme le montre le graphique 2. Ce dernier graphique reporte le flux d'investissement productif (brut des amortissements et net des cessions) et les flux d'investissement financier des sociétés non financières du SBF 250. Par ailleurs, on y retrouve l'autofinancement brut de l'échantillon, ainsi que le *free cash-flow* restant aux entreprises après investissement, autrement dit la trésorerie éventuellement disponible pour procéder aux versements de dividendes, à des rachats d'actions ou encore à un remboursement de la dette. Ces données étant issues des tableaux de flux, elles regroupent uniquement les opérations donnant effectivement lieu à un flux de trésorerie. On note une accélération très

GRAPHIQUE 2 : L'investissement des sociétés non financières du SBF 250 dans les tableaux de flux de trésorerie et l'évolution du free cash-flow



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom. Données cylindrées et portant par conséquent sur 111 groupes, de façon à obtenir des flux portant sur les mêmes firmes pour toute la période.

nette de l'investissement productif sur la période 1996-2000, qui se reproduit en partie sur la période 2004-2008, aussitôt passé le marasme financier engendré par l'écclatement de la « bulle technologique ».

Bien que les données comptables issues des tableaux de flux de trésorerie retracent imparfaitement les stratégies de F&A, leurs enseignements sont clairs en évolution (5). On note qu'à chaque période d'emballlement des marchés financiers, l'investissement, productif comme financier, s'envole. Le comportement des firmes de l'échantillon confirme là encore que les cycles financiers génèrent une vive accélération de l'investissement productif. Mais à la lumière du graphique 2, nous pouvons appuyer l'idée selon laquelle la contrainte du principe de la valeur actionnariale semble effectivement amplifier le phénomène des opérations de croissance externe compte tenu de l'accélération de l'investissement financier. Ainsi, les entrepreneurs procèdent à de telles opérations en phase ascendante du cycle, en sus des opérations d'acquisition de capital fixe. Dans un tel contexte, il convient de noter que le *free*

(5) Compte tenu des principes comptables qui régissent la construction des tableaux de flux, il est difficile de retracer précisément les politiques de F&A à travers ces données puisque, par exemple, toute F&A financée par une émission d'actions en serait exclue.

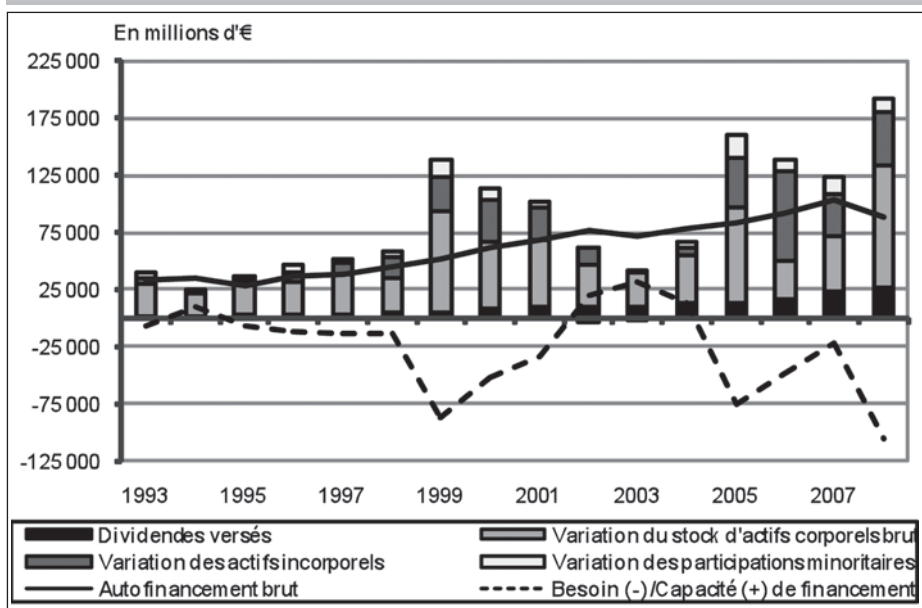
cash-flow est négatif lorsque le cycle financier atteint son pic en 1999 et 2000. Ceci est logique, compte tenu des moyens investis en actifs productifs et financiers. Mais après la crise de 2000-2002 et la période de réajustement des bilans, un phénomène nouveau intervient. En effet, sur toute la période 2004-2007, le *free cash-flow* demeure positif. Un nouveau palier est donc franchi en matière de maximisation de l'intérêt de l'actionnaire. Selon Batsch (2006), les managers se doivent de respecter au plus près des « principes de bonne gestion », ce qui consiste à conserver un maximum de trésorerie pouvant être redistribuée aux actionnaires. Nous constatons alors que ceci se fait quitte à freiner la croissance interne des groupes, ces derniers devenant particulièrement exigeants et sélectifs à ce sujet, pourtant garant de la rentabilité à long terme (du Tertre et Guy, 2008 ; 2009).

2. La croissance externe vue comme une source privilégiée de rentabilité

De façon à s'approcher au plus près des questions de politique d'agrandissement du périmètre des groupes, nous proposons une approche originale qui consiste à raisonner en termes de variation des postes du bilan des groupes. Dans ce but, nous présentons une analyse de l'évolution du stock d'actifs incorporels qui permet de se donner une idée plus précise de l'ampleur des opérations de F&A (graphique 3).

En comptes consolidés, lorsqu'un groupe procède à l'acquisition d'une filiale, celle-ci est intégrée proportionnellement, intégralement ou encore par mise en équivalence, impliquant une variation du périmètre du groupe (Bachy et Sion, 2005 ; Colinet et Paoli, 2005). La part de la filiale à intégrer sera prise en compte pour ajouter la part des actifs nouvellement possédés au bilan du groupe, ces actifs étant réévalués à leur juste valeur. De plus, un écart d'acquisition (*goodwill*) est enregistré. Ce dernier correspond à la différence entre le coût d'acquisition des titres et l'actif net réévalué des nouvelles filiales. La variation de chaque poste d'actif au bilan représente donc à la fois les stratégies d'investissement au sens habituel du terme (acquisition d'actifs productifs – croissance interne – ou acquisitions de participations minoritaires) et les stratégies de croissance externe. En effet, les actifs possédés par l'entreprise acquise sont incorporés à ces postes dans le bilan du groupe. Par exemple, nous ne pouvons analyser directement la variation du stock d'actifs fixes comme un investissement productif au sens strict : les actifs fixes de l'entreprise cible y sont incorporés lors du rachat, gonflant le poste correspondant au bilan du groupe alors même qu'il s'agit de croissance externe. En revanche, la variation des actifs incorporels permet de se faire une idée assez précise des opérations de croissance externe menées par les grandes entreprises françaises, puisque ce poste inclut les *goodwills* évoqués ci-avant. L'amortissement des actifs corporels comme incorporels est ajouté aux variations de bilans correspondantes, de façon à obtenir des investissements bruts ainsi que la capacité ou le besoin de financement des groupes tout en respectant les principes comptables.

GRAPHIQUE 3 : Les stratégies d'investissement des sociétés non financières du SBF 250 à partir des variations de bilan



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom. Données cylindrées et portant par conséquent sur 111 groupes, de façon à obtenir une variation des bilans agrégés portant sur les mêmes firmes pour toute la période.

Les moyens mobilisés au travers des opérations de croissance externe se sont effectivement considérablement accrus durant les phases d'accélération sur les marchés financiers. Ainsi, dès 1995 et jusqu'en 2001, année du déclenchement de la crise dite technologique, le poste des actifs incorporels se gonfle de plus en plus, année après année. Après un effondrement de l'accumulation d'actifs incorporels durant la phase descendante du premier cycle étudié (soit 2001-2003), cette accumulation s'envole vers des pics et un niveau moyen jamais atteints auparavant (6). Conformément à l'hypothèse évoquée plus haut, on constate que l'investissement productif est bel et bien entraîné à la hausse par chacun des mouvements de hausse des prix sur les marchés financiers récents. De plus, on peut aisément conclure à un effet contraignant des opérations de croissance externe sur l'investissement productif, puisque celles-ci sont un vecteur de croissance de plus en plus privilégié par les firmes, qui en détournent en partie le profit. En revanche, l'idée selon laquelle les versements de dividendes ont pour effet de limiter l'investissement sur longue période n'est pas confirmée. On constate certes au plan micro-économique une croissance régulière de la

(6) Le déclenchement de la crise des *subprimes* s'étant déroulé en deux paliers, on assiste à un ralentissement de la variation des intangibles en 2007, qui se maintient pourtant au-dessus des niveaux atteints au plus haut de la « bulle technologique », et repart à la hausse en 2008.

ponction opérée par les dividendes sur la trésorerie à partir du graphique 3, phénomène aussi observable au plan macro-économique à partir des données de comptabilité nationale (Clévenot, Guy et Mazier, 2010). Cependant, les montants engagés dans les stratégies de croissance interne et externe, ainsi que leurs fluctuations, sont sans commune mesure avec les dividendes versés.

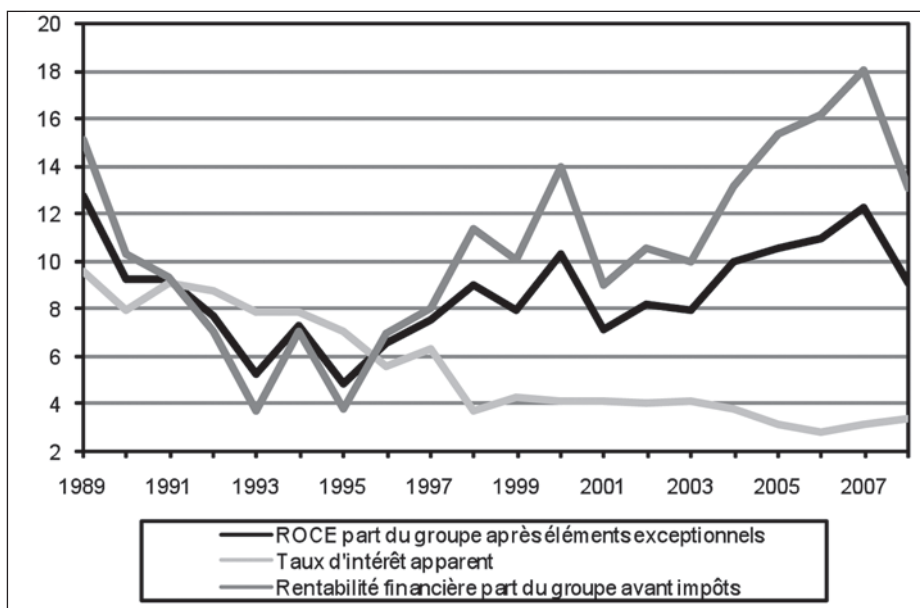
III. — L'APPARITION ET LE PROLONGEMENT DE LA FRAGILITÉ FINANCIÈRE DES GROUPES

Nous montrons à présent que la maximisation de l'effet de levier et par conséquent l'accroissement de la fragilité du bilan des firmes apparaissent alors comme effectivement dépendants de la financiarisation des stratégies des firmes. Par ailleurs, comme nous allons le voir, cette dernière complique la sortie des phases descendantes des cycles financiers d'investissement en prolongeant la fragilité financière.

1. L'élévation du levier financier comme objectif des stratégies de croissance sous contrainte financière

La modification de la structure de financement de l'investissement permet la modification de la répartition du profit net au bénéfice de l'actionnaire. Les

GRAPHIQUE 4 : Décomposition comptable de l'effet de levier bénéficiant aux sociétés non financières du SBF 250 en %



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom.

**TABLEAU 1 : Partage de la valeur ajoutée brute des sociétés
non financières du SBF 250 en %**

En % de la VA brute	1992- 1995	Évolution en points	1996- 2000	Évolution en points	2001- 2003	Évolution en points	2004- 2008	Évolution 92-95/04-08 en points
Valeur ajoutée brute	100,0	0,0	100,0	0,0	100,0	0,0	100,0	0,0
Salaires	66,4	-6,0	60,4	1,1	61,4	-5,7	55,7	-10,7
Impôts	3,2	3,1	6,3	0,5	6,8	1,6	8,4	5,1
Profit brut après impôts	30,4	3,0	33,4	-1,6	31,7	4,2	35,9	5,5
Intérêts (portant sur la dette financière nette)	6,3	-2,5	3,7	-0,2	3,5	-0,2	3,3	-3,0
Résultat brut des amortissements	24,1	5,5	29,6	-1,4	28,2	4,4	32,7	8,5
Dividendes	2,1	1,2	3,2	1,3	4,5	2,2	6,7	4,6
Capacité/Besoin de financement brut	22,1	4,4	26,4	-2,7	23,8	2,3	26,0	3,9
Flux total d'investissement brut	24,7	8,4	33,0	-9,5	23,5	3,2	26,8	2,1
Capacité/Besoin de financement externe	-2,6	-4,0	-6,6	6,8	0,2	-1,0	-0,7	1,9

Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom.

diverses stratégies financières orchestrées sous contrainte de maximisation de la valeur actionnariale sont à l'origine d'un accroissement de la rentabilité financière grâce à un renforcement de l'effet de levier. Le graphique 4 propose une décomposition comptable de l'effet de levier financier des groupes de l'échantillon. La rentabilité financière, ou rentabilité pour l'actionnaire s'en-voile très nettement dès après le milieu des années 1990. Par deux fois, ce ratio connaît un mouvement de recul, au moment des retournements boursiers de 2001 et 2008 (7), en raison de la chute des profits qui s'ensuit. Le recours au levier financier s'accroît à partir de 1996, et son effet se base sur la rentabilité économique, le taux d'intérêt apparent et le ratio d'endettement, comme évoqué plus haut.

Le premier élément remarquable correspond à la hausse considérable de la rentabilité économique. De 1995 à 2000, celle-ci gagne 5 points. Après une relative stabilité due à la stagnation des profits en période de crise, le rendement économique des firmes repart à la hausse, passant de 8,1 % en 2003 à 12,5 % en 2007. Au-delà de l'accroissement des profits généré mécaniquement par l'accélération de l'investissement productif, cette évolution s'explique par deux éléments. En premier lieu, le partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits joue un rôle essentiel dans l'accroissement régulier de la rentabilité économique. Cette déformation est en effet une source majeure de soutien aux profits et par suite à la rentabilité financière. La part du profit brut après impôts

(7) Le retournement des marchés d'action débute dans les faits dès la fin 2007.

dans la valeur ajoutée apparaît ainsi dans le tableau 1 comme étant en forte hausse, puisqu'elle gagne 5,5 points entre les périodes 1992-1995 et 2004-2008. Sur l'ensemble de la période, les impôts sur les sociétés qui gagnent 5,1 points dans la valeur ajoutée brute entre les deux mêmes périodes, ont un impact négatif sur le profit brut après impôts. Concernant les charges financières, on constate un rééquilibrage saisissant entre actionnaires et créanciers, qui s'explique principalement par l'évolution de la structure des bilans sur longue période, avec une importance moindre de la part de la dette comparativement à la part des fonds propres. Le recul des taux d'intérêt est un autre élément d'explication dans ce rééquilibrage.

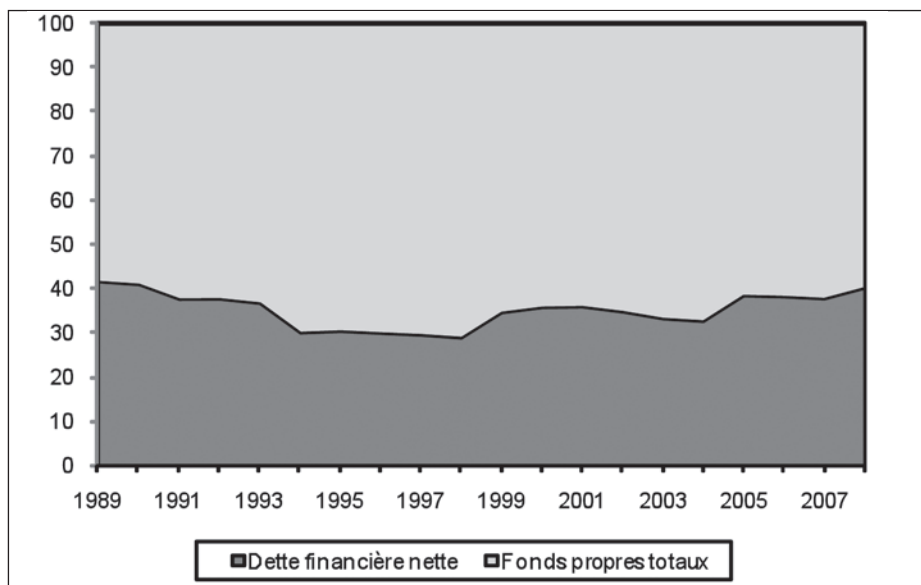
La part des dividendes connaît un accroissement régulier, qu'il s'agisse de phase ascendante ou descendante de cycles, et gagne 4,6 points entre les périodes 1992-95 et 2004-08. La part des charges d'intérêts recule de trois points dans le même temps. Par conséquent, les entreprises dégagent une capacité de financement brute (8) croissante, puisqu'elle gagne 3,9 points sur la période, conséquence directe de la déformation du partage de la valeur ajoutée. C'est de cette façon que les groupes obtiennent une capacité de financement externe sur la période 2001-2003, phase de crise du cycle d'investissement engendré par la bulle sur les valeurs technologiques. Cette période est suivie par le retour d'un très faible besoin de financement externe (-1 % de la valeur ajoutée) de 2004 à 2008, bien aidé en cela par la frilosité des entreprises en matière d'investissement productif. L'objectif des firmes qui consiste à se conformer aux nouvelles exigences actionnariales de bonne gestion, est ainsi atteint grâce à l'obtention d'un *free cash-flow* conséquent.

En second lieu, il faut pointer l'accroissement régulier du chiffre d'affaires en phase ascendante des cycles qui suit logiquement la hausse de la demande effective, mais aussi l'internationalisation des groupes sur le long terme (Artus, 2007). En effet, 38,3 % du chiffre d'affaires étaient réalisés en France en 2008 pour les 45 groupes de notre échantillon pour lesquels ces données sont disponibles, contre 50,6 % en 1992 pour ces mêmes groupes.

Le second élément explicatif de l'effet de levier est le recul du taux d'intérêt apparent, qui passe de 7,1 % en 1995 à 4,1 % en 2000 et joue un rôle essentiel qui confirme le recul de l'évaluation du risque de crédit conjoint à l'apparition de la bulle financière. Après avoir stagné essentiellement durant la période qui court de l'éclatement de la crise à sa fin, de 2001 à 2003, le taux d'intérêt repart à la baisse jusqu'en 2006 pour remonter ensuite, au moment du déclenchement de la crise des *subprimes*. Malgré ce redressement en fin de période, le taux d'intérêt a de nouveau perdu un point entre 2003 et 2008. Lors du repli

(8) La notion de capacité de financement brute ici évoquée est à rapprocher de la capacité d'auto-financement des tableaux de flux de trésorerie, à laquelle est retranchée la variation du besoin en fonds de roulement pour obtenir l'auto-financement brut de la firme. Elle en diffère cependant par le fait que le calcul de la capacité d'auto-financement se déduit du résultat net par retrait des produits calculés et ajouts des charges calculées.

GRAPHIQUE 5 : Décomposition du passif des sociétés non financières du SBF 250 en %



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom.

soudain sur la liquidité et de la hausse des taux d'intérêt, la rentabilité financière des firmes est alors mise en cause. Ceci ne manque pas alors de susciter une réaction des directions d'entreprise qui soutiennent les cours boursiers par le biais de moyens alternatifs, tels qu'un renforcement du versement de dividendes et des rachats d'actions, ponctionnant alors l'autofinancement.

La troisième source de l'effet de levier correspond au levier au sens strict, à savoir le ratio dette sur fonds propres. Le niveau d'endettement s'élève en phase d'inflation financière, puis remet en cause la solvabilité d'une firme, autrement dit sa capacité à rembourser sa dette, en cas de reflux net des capitaux sur les marchés financiers. L'évolution du passif est présentée dans le graphique 5. La part de la dette financière nette dans le passif s'accroît comme attendu à chaque phase d'emballement financier. Ainsi, le ratio rapportant la dette financière nette aux fonds propres totaux, passe de 40,6 % en 1998 à 55,6 % en 2000. De la même façon, ce ratio repart à la hausse durant la phase ascendante du cycle suivant, passant de 32,6 % en 2004 à 40,1 % en 2008. La fragilité financière prend ainsi sa source à la fois dans le boom d'investissement productif et dans la financiarisation des stratégies d'entreprises, du fait de l'intérêt d'une hausse du levier financier au sens strict dans le cadre de la contrainte du principe de la valeur actionnariale. Les entreprises ont donc une nette tendance à accroître leur endettement durant chaque phase d'emballe-

ment des marchés financiers, favorisant la hausse de la rentabilité financière présentée dans le graphique 4.

2. La contrainte financière de maximisation de l'intérêt de l'actionnaire renforce la fragilité endogène

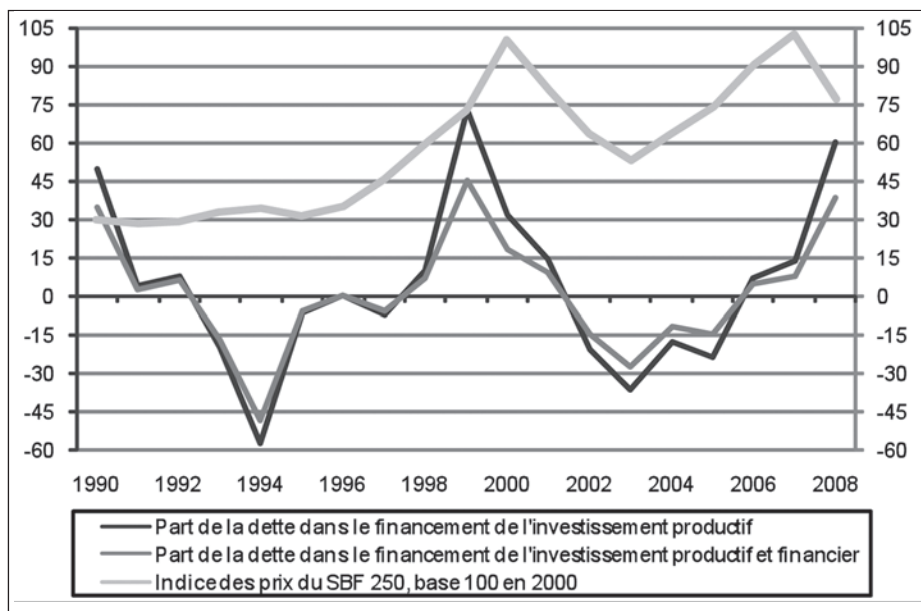
La fragilité financière des groupes : envolée du financement externe et risques dus aux goodwill

La fragilité financière, c'est-à-dire l'exposition des firmes au risque de défaut, est amplifiée par la contrainte de rendement imposée par les marchés financiers. Cette fragilité se développe avec l'accroissement de la part du financement par dette de l'investissement puisqu'en cas de retournement de la PPL des agents, la perception soudainement accrue du risque conduit à un besoin immédiat de désendettement. Lorsqu'une hausse soudaine de la PPL a lieu en raison du retournement des anticipations de prix d'actifs, il y a un risque de remontée des taux d'intérêt augmenté du risque prêteur (en dehors de toute intervention de la Banque centrale) en raison de l'élévation du *spread* exigé par les créanciers. Cet élément contraint puissamment le refinancement de la dette, voire de l'investissement, autrement dit le paiement des charges d'intérêt. La fragilité financière décrite par Minsky dépend donc de la tendance croissante des dirigeants d'entreprise à financer l'investissement sur la base d'un endettement. Pour avoir une idée plus précise de l'évolution de la fragilité des entreprises au cours des deux cycles financiers de ce début de siècle, nous nous proposons donc d'étudier le ratio rapportant le flux d'endettement net à l'investissement productif et financier.

Le graphique 6 rapporte la part du financement externe sous forme de dette financière nette à l'accumulation brute de capital fixe d'une part et à l'accumulation de capital fixe et financier d'autre part, telles qu'enregistrées dans les tableaux de flux de trésorerie. La part du financement externe sous forme de dette dans l'investissement total s'envole littéralement après 1997, au détriment de l'autofinancement. Les entreprises profitent de l'emballement financier et du recul du risque perçu qui en découle pour s'endetter. De 1997 à 1999, la part du financement externe dans l'investissement total passe en effet de - 5,5 % à 45 %. Le pic boursier est atteint courant 2000. Dès cette année, la part de la dette dans l'investissement total recule, pour finalement atteindre son seuil en 2003 (-27,1 %). Les risques pesant sur la solvabilité des entreprises rendent obligatoire le désendettement. Les directions d'entreprise œuvrent donc en ce sens sur la période. Dès 2005, le nouvel envol des marchés financiers s'accompagne d'un retour au financement externe de la croissance, et fait apparaître de manière évidente un nouveau cycle d'investissement provoqué par la finance. La part du financement externe dans l'investissement total atteint ainsi 38,3 % en 2008, un niveau proche de celui des années 1998-1999.

La recherche d'une rentabilité financière maximum soulève un dernier risque majeur de fragilité des bilans lorsqu'une bulle financière se développe

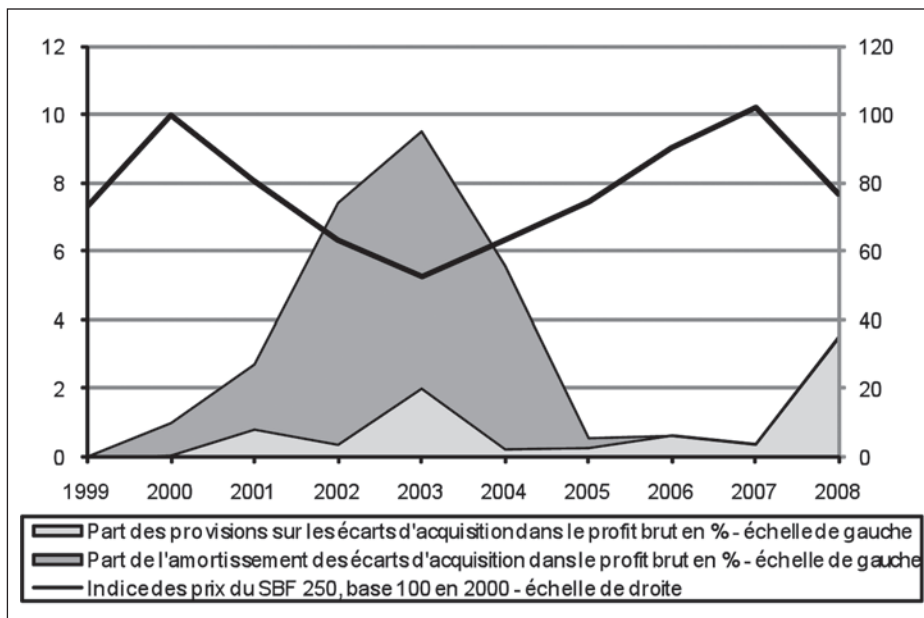
GRAPHIQUE 6 : Part en % du financement par endettement de l'investissement des sociétés non financières du SBF 250



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom.

qui tient à l'enregistrement croissant d'écarts d'acquisition. La financiarisation des stratégies suscite de nombreuses opérations de F&A, comme le montre le graphique 3. Ces dernières doivent permettre de renforcer la rentabilité économique et par suite la rentabilité financière. Pourtant, dans ce cadre, l'évolution du ratio d'endettement des firmes peut être considérée comme raisonnable par les investisseurs, mais faire courir dans le même temps un risque considérable du point de vue de la solvabilité. Ce risque supplémentaire qui pèse sur la solvabilité des entreprises est en fait situé à l'actif du bilan, dans la valeur réelle des actifs intangibles enregistrés. Durant la phase haussière sur les marchés financiers, les opérations de F&A conduisent à de nombreux enregistrements d'écarts d'acquisition, dus à la différence entre la valeur comptable et la juste valeur de l'actif et du passif de l'entreprise au moment de l'acquisition. Cette différence est expliquée d'un point de vue théorique par la complexité de l'évaluation du potentiel productif de l'entreprise rachetée compte tenu d'éléments tels que le capital humain, la position de marché, ou encore les dépenses de recherche et développement (Marchal et Sauvé, 2004 ; Commissariat général du Plan, 2002). On enregistre alors de nouvelles immobilisations incorporelles à l'actif du bilan de l'entreprise qui achète (groupe consolidant). Lorsque les cours sur les marchés financiers atteignent des sommets, la valeur de nombreuses entreprises est surévaluée. Les groupes prédateurs acquièrent alors leurs cibles pour des montants extrêmement élevés, ce qui les conduit à enregistrer des *goodwills* considérables.

GRAPHIQUE 7 : Part des amortissements et provisions du goodwill dans le profit brut des sociétés non financières du SBF 250



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom.

Aussi, lors de la crise financière de 2000-2001, les entreprises ont été contraintes de réévaluer à la baisse les écarts d'acquisition enregistrés durant la période d'euphorie. Si les provisions réalisées alors viennent contracter le profit net, il est à craindre une défiance supplémentaire de la part des investisseurs. Or, les amortissements et provisions du *goodwill* des SNF du SBF 250 se sont élevés de 0,1 % du profit brut en 1999 à 9,6 % en 2003 (cf. graphique 7). Compte tenu du nouvel emballement des marchés de 2004 à 2007, il est probable que ce même risque réapparaisse. Et effectivement, quasiment nul dès 2005, ce poste connaît un nouvel essor, à 3,6 % du profit brut en 2008, dès la chute des marchés boursiers engagée. Ceci est certes en partie dû au recul des profits, mais aussi et surtout à l'accroissement en niveau des provisions, puisque ces dernières atteignent le niveau moyen des amortissements et provisions au moment de l'écclatement de la crise précédente (2001-2002) (9). Au final, ce n'est qu'en cas de retournement sur les marchés financiers que la perception de ce risque se fait de manière concrète. En dépit de l'enregistrement de *goodwill*s conséquents dans le bilan des firmes à la suite des opérations de F&A, il est donc devenu de plus en plus difficile de percevoir le carac-

(9) Il est à noter que si aucun amortissement d'écarts d'acquisition n'est comptabilisé depuis 2005, ceci est dû à leur interdiction suivant les normes IFRS de comptabilité (Bachy et Sion, 2005).

tère endogène des risques croissants encourus lorsque l'emballement bat son plein.

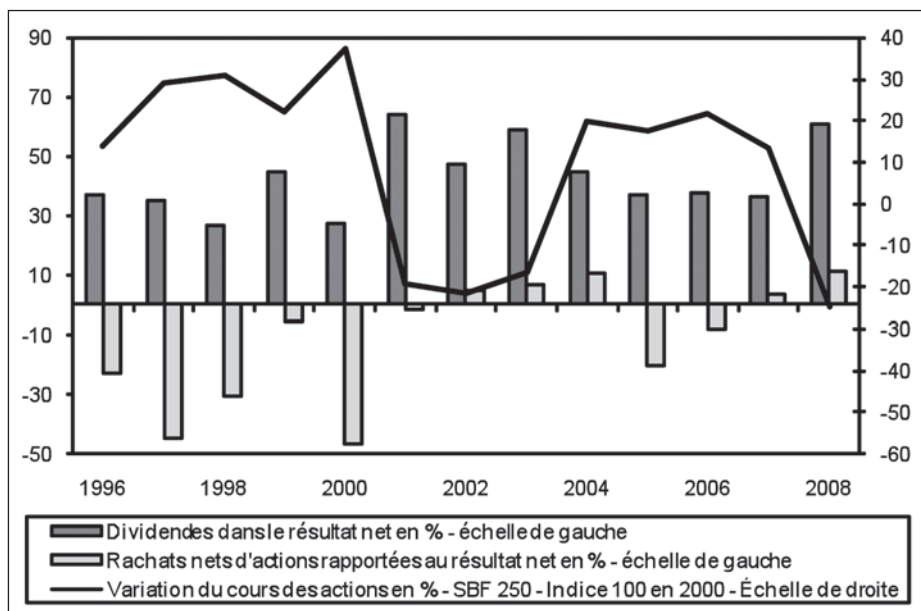
La fragilité financière prolongée par la financiarisation des stratégies

Les entreprises sont contraintes à la réduction du levier d'endettement lorsque la fragilité apparaît, puisque le refinancement de la dette est de plus en plus difficile, en raison du crédit et des émissions d'actions de plus en plus coûteux. Mais la pression de la valeur actionnariale vient compliquer le désendettement. Ceci s'explique par la ponction exercée par ces exigences sur la trésorerie disponible. On peut définir deux sources principales de contraintes sur l'autofinancement en phase descendante : d'une part les versements de dividendes et les rachats d'actions dont l'objectif est de soutenir le cours des actions, et d'autre part la tendance qu'ont les directions des grands groupes à œuvrer dans le sens d'une modification du partage de la valeur ajoutée sur longue période afin de soutenir la rentabilité financière.

En premier lieu, les seules destinations possibles de la trésorerie disponible (*free cash-flow*) sont le versement de dividendes, le rachat d'actions ou le remboursement de la dette (10). En effet, si l'accroissement des dividendes en niveau est très régulier dans le temps comme le montre le graphique 3, cette variable joue un rôle fortement contracyclique que l'on perçoit à travers le graphique 8. On reporte dans ce graphique les flux de dividendes et de rachats d'actions rapportés au résultat net. Les rachats d'actions ont un rôle semblable ; leur importance semble cependant en deçà de ce qui est évoqué par Aglietta et Berrebi (2007). En phase descendante du cycle, les entrepreneurs limitent donc la chute de la rentabilité financière engendrée par le recul des profits et par le désendettement grâce à ces deux outils. Mais en l'absence de plus-values boursières, le respect de l'intérêt de l'actionnaire s'opère en outre par le maintien de la croissance des dividendes présents en dépit de l'effondrement des *cash-flows*. Ainsi, dès le début de la chute des cours boursiers en 2001, on assiste à un vif rebond des dividendes dans le résultat net. Ce ratio passe ainsi d'une moyenne de 34,4 % sur la période 1996-2000 à 56,6 % sur la période 2001-2003. Ce ratio redescend progressivement à partir de 2003, lorsque le prix des actifs financiers repart à la hausse. En revanche, dès l'amorce de la phase descendante du « cycle des *subprimes* », on constate la remontée immédiate de ce ratio (61 % en 2008 contre 38,8 % en moyenne de 2004 à 2007). Les émissions nettes d'actions dans les tableaux de flux et rapportées au résultat net montrent une période de rachats de 2001 à 2004 (8,2 % en moyenne). Les entreprises cessent ensuite ces rachats pour recommencer dès le début de la chute des marchés financiers fin 2007. Ils représentent ainsi 11,2 % du résultat net en 2008. Les entreprises sont alors concrètement prises entre deux exigences : utiliser le profit soit pour le désendettement, soit pour se conformer au principe de la valeur actionnariale.

(10) Il importe de rappeler ici que les investissements non présents dans le tableau de flux mais enregistrés au bilan sont nécessairement financés sur la base d'un financement externe.

*GRAPHIQUE 8 : Le rôle contracyclique des dividendes
et émissions d'actions des sociétés non financières du SBF 250*



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom.

En second lieu, compte tenu de la déformation du partage de la valeur ajoutée destinée à soutenir le rendement pour l'actionnaire, le bouclage macro-économique du régime de croissance pose problème. Autrement dit, la capacité d'une économie à assurer des débouchés à la production des entreprises n'est possible qu'à la condition que le crédit se développe de manière considérable. Aglietta et Berrebi (2007) montrent cependant que l'endettement des ménages français est resté relativement stable sur la période récente. Si le partage de la valeur ajoutée en défaveur des salariés se vérifie pour l'échantillon comme pour les données de comptabilité nationale (Husson, 2010), il semble que l'accroissement de la valeur ajoutée brute soit nettement plus prononcé depuis 1992 pour notre échantillon que pour l'ensemble des entreprises nationales (multiplié quasiment par 4 de 1992 à 2008, contre 1,8 en données de comptabilité nationale (11)). On peut donc aisément imaginer le rôle qu'a joué l'internationalisation des grands groupes sur leur niveau de vente global. En retour, l'assèchement du crédit aux ménages conduit, à chaque période de crise, à accentuer le ralentissement de la valeur ajoutée des SNF du SBF 250. On comprend alors que les difficultés de sortie de crise soient considérablement accrues par cet état de fait. Lorsque les entreprises souhaitent réduire leur endettement en pleine phase de crise, la

(11) Source : INSEE (2009), Comptes nationaux. Calculs de l'auteur.

désindexation de la consommation sur les revenus amplifie plus encore les problèmes de débouchés. En effet, la hausse du risque perçu par les prêteurs s'étend à l'ensemble des crédits. On assiste alors par extension à une contraction très vive des profits et par suite de l'autofinancement.

IV. — DES CYCLES INFLATIONNISTES AUX CYCLES DÉFLATIONNISTES RÉELS

Les phases d'emballement puis de recul de l'investissement productif et financier au gré des périodes d'inflation puis de crises financières appuient finalement l'idée selon laquelle les entreprises sont prises dans un cycle déflationniste depuis les années 1990. La récurrence de booms sur les marchés financiers conduit d'une part les firmes à investir toujours plus, et amène d'autre part les investisseurs à adopter des comportements relativement similaires d'une période à l'autre. Ces comportements sont à l'origine de l'apparition d'un risque de système. Les crises financières qui découlent de la révélation de ce dernier risque contraignent les firmes à réduire leurs investissements compte tenu du risque de défaut qu'elles rencontrent alors. Ce risque d'insolvabilité est d'autant plus fort que le principe de maximisation de la valeur actionnariale amène non seulement les firmes à profiter de tous les projets de croissance sources d'effet de levier, mais aussi de nombreuses stratégies complémentaires permettant de maximiser l'intérêt des propriétaires du capital.

1. Un principe commun pour deux crises d'origine différente : le risque de système

Durant les deux périodes récentes d'emballement financier, l'envolée de l'investissement, productif comme financier, se fait sur la base de l'euphorie qui se développe sur les marchés financiers. Lorsque les investisseurs prennent conscience du décalage entre les liquidités en circulation et la quantité de titres disponible, un *run* sur les liquidités se déclenche, conséquence du retournement des anticipations de prix d'actifs et donc de la PPL. Les deux périodes récentes d'euphorie puis de crise sur les marchés financiers ont des origines bien distinctes. On peut pourtant parler de cycles financiers d'investissement car les comportements des investisseurs qui engendrent ces périodes d'emballement financier puis ces crises, et par suite les cycles d'investissement, obéissent à des règles communes. Ces règles peuvent être résumées par la notion de risque de système. Aglietta (2008) la présente comme une situation où les actions parfaitement rationnelles des agents face aux risques tels qu'ils les perçoivent, accroissent en fin de compte les risques pour l'ensemble du système économique. Il définit alors deux grands types de risques de système, l'effet « catastrophe » et l'effet « domino ».

En premier lieu, on peut décrire le cycle technologique comme étant du premier type. En effet, dans ce schéma, un choc indépendant des marchés financiers implique un retournement des anticipations de prix d'actifs et une fuite instantanée de la liquidité sur les marchés. Une réallocation de portefeuille se

fait en effet extrêmement rapidement en raison des craintes de pertes, il est rationnel de vendre au plus vite. Cependant, le choc est bel et bien endogène puisque provoqué par des événements inévitables (chute soudaine des profits pour certaines entreprises) qui amènent à une prise de conscience de l'aveuglement au risque engendré par le boom d'investissement. C'est ainsi que les agents sont amenés à se débarrasser au plus vite de leurs titres, provoquant mécaniquement un risque de hausse des taux d'intérêt et d'immenses difficultés de refinancement. La nécessité de provisionner sur les *goodwills* peut par ailleurs empirer la situation. Les entreprises sont alors conduites à un abandon massif de leurs projets d'investissement, avec un recul très net en 2001. Le premier recul en 2000 semble secondaire, tant l'investissement total, tout comme le taux d'accumulation, se maintiennent à des niveaux considérables comparativement aux années passées et suivantes (cf. graphiques 1 et 2).

En second lieu, la crise des *subprimes* correspond trait pour trait au descriptif du deuxième type d'événement systémique. Il suffit qu'un choc inattendu portant sur le risque de marché ou de crédit touche une seule banque pour affecter immédiatement l'ensemble du système bancaire. La confiance des banques les unes vis-à-vis des autres s'effondre, les règlements interbancaires se paralysent et une crise de liquidité prend place. Les banques commencent alors à restreindre les crédits à l'ensemble de l'économie, et le besoin de liquidité conduit notamment à des reventes sur les marchés d'actions amplifiées par le retournement immédiat des anticipations sur les marchés d'actifs. Dans ce cadre, c'est bien le recul de la PPL des agents, d'abord sur les marchés de titres *subprimes* puis, par contagion, sur l'ensemble des marchés (avec en particulier la « sous-collatéralisation » des titres *subprimes*) qui conduit à la bulle puis à son explosion. L'explosion de cette bulle se déroule en plusieurs phases, avec en particulier la faillite de certains des fonds de Ber Stearns en juin 2007 qui entraîne un premier recul des marchés. Les annonces de pertes de la part des banques affluent début 2008, avec un nouveau et puissant recul des marchés (Lordon, 2008 ; Orléan, 2009). On constate ensuite une relative stagnation, en particulier due au temps nécessaire aux institutions financières pour évaluer leurs pertes, puis une longue chute prend place dès la mi-2008.

2. Les entreprises face aux cycles déflationnistes

L'explosion cyclique de l'investissement, dans un contexte financiarisé, prend essentiellement appui selon Aglietta (2003) sur les trois points suivants : une convention de rendement élevée, un aveuglement au risque de crédit et la recherche d'un fort effet de levier. En effet, d'une manière générale, les anticipations de prix d'actifs s'effectuent sur la base d'une convention. Selon la notion de convention, en situation d'incertitude sur les rendements à venir des actifs, c'est en anticipant l'opinion moyenne du marché, autrement dit par imitation des comportements que les acteurs sur les marchés financiers prennent leurs décisions (Orléan, 1999). C'est ainsi que l'on assiste à un recul de la préférence pour la liquidité des investisseurs et par suite qu'une période d'inflation financière prend place. Dès lors, compte tenu du contexte économique porteur, le recul de la perception du risque de crédit implique un emballement

des stratégies de croissance fondées sur un fort effet de levier, et ce d'autant plus que les entreprises sont contraintes par le principe de la valeur actionnariale. Par conséquent, le retournement endogène de la PPL révèle une grande fragilité du bilan des firmes.

Les difficultés de refinancement des firmes conduisent ces dernières à comprimer leurs investissements. Il s'agit de profiter au maximum de l'autofinancement disponible pour le refinancement de la dette. Pourtant, comme cela est confirmé par l'analyse de notre échantillon, la primauté de l'intérêt des actionnaires sur le long terme contracte d'une part les profits en phase descendante de cycle du fait de la désindexation de la consommation sur les salaires, et ponctionne d'autre part l'auto-financement par le versement de dividendes et les rachats d'action. De plus, la chute de l'investissement entraîne un recul des profits, qui est d'autant plus fort qu'en parallèle, on assiste à une contraction de l'emploi. Le risque majeur est que l'économie s'enfonce alors dans la déflation. Les entreprises peuvent être conduites à comprimer leurs prix pour parvenir à écouler leur production et redresser leurs profits. Dans ce cas le système bancaire, du fait de l'accumulation de créances douteuses, est conduit à limiter plus encore le crédit par le biais d'un accroissement des taux d'intérêt. Ceci combiné à la baisse des prix conduit à une hausse des taux d'intérêt réels. Dans le pire des cas, on assiste à un rationnement du crédit (ou *credit crunch*). Un mécanisme cumulatif d'accroissement de la dette et de recul de l'activité s'installe, autrement dit une période de déflation prend place.

Les constats effectués au plan des grands groupes français cotés permettent donc d'appuyer la thèse d'Aglietta et Berrebi (2007) selon laquelle les pays développés sont passés d'une économie monétaire inflationniste à une économie sujette aux cycles déflationnistes réels. En effet, durant les Trente Glorieuses, ce sont les hausses régulières et institutionnalisées des salaires qui génèrent l'essentiel de l'inflation. Dans ce cadre, les hausses de prix visent en effet à maintenir les marges des firmes. Une résurgence d'inflation tend alors à peser à la baisse sur l'investissement, rendu moins rentable. Depuis le début des années 1990, c'est au contraire le manque de pouvoir des firmes sur leur propre marché, en particulier dû à la concurrence des pays émergents, qui conduit à une forte pression sur les salaires. Ceci rend plus volatile la demande, et crée par conséquent une tendance naturelle à la dérive baissière des prix. Les liens entre marchés financiers et firmes conduisent donc à des phases régulières d'emballement de l'investissement, mais en définitive, à une récurrence du dérapage de la situation financière des firmes lors de l'explosion des bulles spéculatives et à un retour au bord du gouffre déflationniste.

CONCLUSION

Le comportement des groupes français au cours des deux dernières crises financières ayant touché les pays développés montre que ces derniers sont clairement inscrits dans un cycle financier de nature déflationniste. Le recul du risque perçu par les investisseurs sur les marchés financiers conduit à un envol

de l'investissement et à un accroissement conjoint du financement de ce dernier par endettement, très proche en cela des enseignements du modèle minskyen d'investissement. Le respect du principe de la valeur actionnariale pousse les grandes entreprises à la recherche d'un effet de levier maximum, impliquant l'adoption de projets de fusions-acquisitions et une pression supplémentaire sur l'accroissement du ratio d'endettement, dès lors que le recul de la perception du risque de crédit le permet. Lorsque la bulle financière explose, ce qu'elle fait mécaniquement suite à la révélation du risque de système, le refinancement de la dette devient critique car le risque de défaut de nombreuses firmes apparaît aux yeux de tous. Il s'ensuit une vive contraction de l'investissement, nécessaire au désendettement. La difficulté d'une telle opération est alors accentuée par la ponction opérée sur le *free cash-flow* par les rachats d'actions et le versement de dividendes, tout deux jouant un rôle contracyclique. Enfin, la déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des actionnaires limite plus encore les débouchés des entreprises, en particulier lorsque le rationnement du crédit prend place. Les entreprises n'ont d'autres choix que de comprimer leurs prix pour tenter de maintenir leurs profits et poursuivre le désendettement, amenant l'économie au bord de la déflation.

Si ces deux crises montrent une nette tendance au développement de cycles financiers, il reste à montrer que l'emballement financier naît lui-même de façon récurrente. Or, à la vue des événements récents, il apparaît que tel est bien le cas. Artus (2009a,b) montre en effet que la liquidité disponible au plan mondial est considérable, et que celle-ci cherche en permanence à se placer sur des marchés porteurs. Il s'opère ainsi des afflux et des retraits de capitaux incessants, en fonction des événements qui touchent la PPL des agents en possession des liquidités. Après l'afflux vers les valeurs technologiques puis vers les titres *subprimes*, de nouveaux actifs sont sujets à spéculation. Ainsi, les investisseurs et donc les mouvements de capitaux ciblent les actions des entreprises des pays émergents, les matières premières, ou encore les titres publics des pays occidentaux. De ce point de vue, et pour peu qu'un type de placement soit soudainement jugé par convention comme porteur d'une très forte rentabilité à long terme, il y a fort à craindre qu'un nouvel emballement financier ne prenne place, ce qui ne manquerait pas alors de provoquer une nouvelle phase du cycle déflationniste d'investissement.

RÉFÉRENCES

- AGLIETTA M. (1998), « Le capitalisme de demain », *Note de la Fondation Saint-Simon*, n° 101.
 AGLIETTA M. (2003), « Le risque systémique dans la finance libéralisée », *Revue d'Économie Financière*, n° 70, pp. 33-50.
 AGLIETTA M. (2008), *Macroéconomie financière*, Grands Repères, La Découverte, Paris, 5^{ème} éd.
 AGLIETTA M. et BERREBI L. (2007), *Désordres dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob, Paris.

- AGLIETTA M. et RIGOT, S. (2009), *Crise et rénovation financière, économie*, Odile Jacob, Paris.
- ARTUS P. (2007), « Profitabilité : sociétés cotées et ensemble des entreprises », *Flash Économie*, Natixis, n° 2007-355, 28 septembre.
- ARTUS P. (2009a), « La finance s'ajuste aux désirs (déraisonnables) de l'économie réelle », *Flash Économie*, Natixis, n° 2009-481, 29 octobre.
- ARTUS P. (2009b), « La séquence des bulles avant la crise et maintenant », *Flash Économie*, Natixis, n° 2009-483, 29 octobre.
- BACHY B. et SION M. (2005), *Analyse financière des comptes consolidés*. Normes IAS/IFRS, Dunod, Paris.
- BATSCH L. (1999), *Finance et stratégie*, Gestion, Economica, Paris.
- BATSCH L. (2006), « 33 groupes du CAC 40 de 2000 à 2005 : leurs cash-flows gagnés, investis et distribués », *Option Finance*, n° 885, pp. 39-41.
- BOYER R. (2000), « Is a finance led growth regime a viable alternative to Fordism », *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, pp. 111-145.
- BROSSARD O. (1998), « L'instabilité financière selon Minsky : l'incertitude et la liquidité au fondement du cycle ? », *Revue économique*, vol. 49, n° 9, pp. 407-435.
- CLÉVENOT M., GUY Y. et MAZIER J. (2010), « Investment and the Rate of Profit in a Financial Context: The French Case », *International Review of Applied Economics*, vol. 24, n° 10, pp. 693-714.
- COLINET F. et PAOLI S. (2005), *Pratique des comptes consolidés*, Dunod, Paris.
- Commissariat général du Plan (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, président du groupe : Dominique Plihon, rapporteurs : Marc-Antoine Kleinpeter, Olivier Passet et Renaud du Tertre, La Documentation française, Paris.
- CORIAT B. (2008), « L'installation de la Finance en France. Genèse, formes spécifiques et impacts sur l'Industrie », *Revue de la régulation*, n° 3/4, 2^{ème} semestre, [en ligne].
- GUY Y. et TERTRE R. (du) (2008), « Le profit contre la croissance ? Le dynamisme et la rentabilité des grandes entreprises cotées en France », *Horizons stratégiques*, n° 7, pp. 30-49.
- GUY Y. et TERTRE R. (du) (2009), « Les caractéristiques des grandes entreprises cotées en France à l'ère du capitalisme financier », *Revue de l'IREs*, n° 62, 2009-3, pp. 7-38.
- HUSSON M. (2010), « Le partage de la valeur ajoutée en Europe », *Revue de l'IREs*, n° 65, 2010/1, pp. 47-91.
- KALECKI M. (1937), « A Theory of Business Cycle », *Review of Economic Studies*, vol. 4, n° 2, pp. 77-97.
- KALECKI M. (1943), *Studies in economic dynamics*, Allen & Unwin, London.
- KEYNES J.-M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.
- KINDLEBERGER C.-P. (1978), *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Basic Books, New York.
- LORDON F. (2008), *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Raisons d'agir, Paris.
- MARCHAL S. et SAUVÉ A. (2004), « Goodwill, structures de bilan et normes comptables », *Revue de la stabilité financière*, n° 4, pp. 134-146.
- MINSKY H.-P. (1975), *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York.
- MINSKY H.-P. (1985), « The financial instability hypothesis : a restatement », in : Arestis, P. et Skouras, T. (ed), *Post Keynesian Economic Theory*, Wheatsheaf Books, Brighton, pp. 24-55.
- MINSKY H.-P. (1986), *Stabilizing an unstable economy*, University Press of Yale, Yale.
- ORLÉAN A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.
- ORLÉAN A. (2009), *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Cepremap, rue d'Ulm, Paris.
- WRAY R. et TYMOIGNE E. (2008), « Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky : The Financial Theory of Investment », *Working Paper*, n° 543, Levy Economics Institute.