

## **Prix des actifs boursiers, investissement et accumulation financière.**

**Patrick Delezenne\***

### **Résumé.**

*Divers travaux théoriques ont été consacrés à l'appréhension de l'impact de la hausse des prix d'actifs boursiers par rapport à la consommation et/ou à l'investissement. A partir d'une analyse essentiellement fondée sur la logique et sur les données de la comptabilité nationale, la présente communication mettra en évidence l'effet de richesse induit de la hausse des cours boursiers. Par contre, la collecte de données empiriques conduira à établir l'absence d'influence de la valorisation des actifs boursiers par rapport à l'investissement et à la croissance de l'activité.*

*En effet, le taux d'investissement demeure en France d'un niveau assez faible et pour l'essentiel, financé par l'épargne des sociétés. Cette insuffisance d'investissement est à mettre en parallèle avec le comportement des sociétés en matière d'accumulation financière. Ces deux aspects semblent directement liés à la politique monétaire mise en oeuvre depuis le début des années quatre-vingt.*

*On peut ainsi considérer qu'il y a du point de vue des banques centrales une contradiction majeure entre l'objectif de stabilité financière et l'objectif de stabilité des prix. En effet, l'inflation financière peut s'expliquer par l'accumulation financière des firmes, et se trouve être indirectement la conséquence de la déflation des prix des biens et services "réels".*

**Mots-clés :** *Prix des actifs boursiers ; effet de richesse ; investissement ; bulles spéculatives ; accumulation financière ; politique monétaire.*

### **Introduction.**

---

\* Doctorant au CEMF-LATEC (Centre d'Etude Monétaires et Financières / Laboratoire d'Analyse et de Techniques Economiques), Université de Bourgogne, E-mail : patrick.delezenne@u-bourgogne.fr

La forte valorisation des actifs observée durant la dernière décennie a suscité de nombreux travaux théoriques et empiriques. Leur vocation consiste à éclairer l'influence de l'évolution des prix d'actifs sur l'économie réelle, c'est-à-dire sur les comportements de consommation des agents et/ou sur la croissance de l'activité.

Dans ce travail, la question de l'impact de l'évolution des prix d'actifs sera traitée à l'aide d'une démarche en terme de circuit et par le recours à des concepts et à des données empiriques issus de la comptabilité nationale. Le cadre d'analyse se restreindra à une économie fermée sans Etat dotée d'un marché boursier. Il permettra d'aborder l'impact de la hausse des cours boursiers par rapport aux comportements de consommation. Si un effet de richesse, même infime, peut être mis en évidence d'un point de vue théorique, il reste à comprendre pourquoi la valorisation des actifs boursiers a un impact assez limité - d'un point de vue empirique - pour ce qui concerne la croissance de l'activité, notamment dans le contexte français.

La théorie économique établit le plus souvent un lien positif entre la hausse des cours boursiers et l'investissement, ce qui doit se traduire par une certaine constance du ratio fonds propres / ressources financières des firmes. Or, la réalité est bien différente. L'investissement est à un niveau relativement faible et pour l'essentiel réalisé par autofinancement. La croissance repose désormais sur les comportements *de consommation* et *d'endettement* des ménages et constitue une source privilégiée d'explication des différentiels de croissance constatés ces dernières années entre la France et les Etats-Unis. Dans un tel contexte, apparemment caractérisé par une insuffisance de la demande globale, un renouvellement des conceptions du rôle des banques centrales apparaît inéluctable. En effet, il semble que les politiques monétaires orthodoxes sont la cause de l'accumulation financière des firmes et des bulles spéculatives. Or, la coexistence de ces deux données n'est pas compatible avec le retour de la croissance.

La première partie de ce texte sera consacrée à la modélisation et à l'analyse en terme de circuit de la hausse des cours boursiers. L'appréhension du lien entre l'évolution des cours boursiers et l'investissement, ainsi qu'une ébauche de réflexion relative à la pertinence des conceptions actuelles de la politique monétaire seront l'objet de la seconde partie.

## **1. Modélisation et analyse des fluctuations des cours boursiers.**

Le cadre analytique sur lequel reposera la modélisation des fluctuations boursières sera défini (1.1). Cette dernière sera ensuite opérée (1.2), de manière à favoriser l'introduction d'une problématique concernant la comptabilisation de la valorisation des actifs boursiers (1.3).

### **1.1. Définition d'un cadre analytique.**

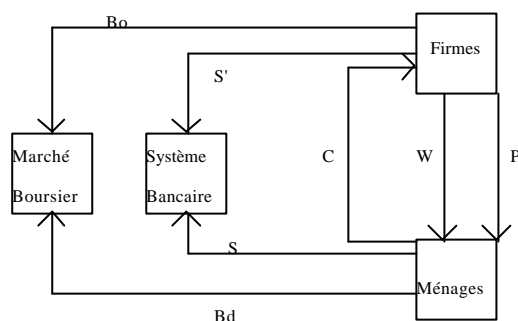
Le recours à une modélisation de l'économie en terme de circuit est guidé par un souci purement analytique.

La présente démarche ne renverra donc pas nécessairement à une école de pensée particulière.<sup>1</sup>

La représentation macroéconomique simplifiée des activités économiques en général - et des relations financières en particulier - nécessite de distinguer au minimum deux secteurs institutionnels : les firmes et les ménages. Attendu que la présente réflexion relative aux prix d'actifs portera - entre autre - sur les conséquences de l'arbitrage des agents entre le recours aux institutions bancaires et le recours au marché boursier, il sera indispensable d'inclure ces deux pôles<sup>2</sup> dans l'analyse. En revanche, le "reste du monde" et les administrations publiques ne seront pas intégrés dans ce travail, lequel s'opérera par conséquent en économie fermée sans Etat.

La représentation de l'économie en terme de circuit permettra donc la description des relations intermédiées ou non des deux secteurs institutionnels retenus :

Schéma 1 : représentation du circuit de base.



Sur le schéma 1 ci-dessus, le circuit économique permet de faire ressortir les quelques caractéristiques principales de l'économie considérée.

Le revenu des ménages a deux origines : les salaires (W) et les profits distribués (P).<sup>3</sup> Les ménages peuvent mobiliser leur revenus pour la consommation (C), ou pour l'épargne. Dans ce dernier cas on distinguera l'*épargne liquide* ou bancaire (S) - dont on supposera qu'elle correspond à un dépôt à vue - de l'*épargne financière* (Bd), que l'on analysera comme une demande de titres boursiers.

Les capacités de financement des ménages sont donc l'addition de leur épargne bancaire et de leur épargne financière.

Les firmes connaissent une situation de besoins de financement lesquels sont d'un montant identique aux capacités de financement des ménages. Pour une part, ces besoins sont satisfaits sur le marché boursier sur lequel les firmes offrent des titres (Bo) et pour le reliquat par intermédiation du secteur bancaire (S'). Le secteur bancaire et le

<sup>1</sup> Il est vrai qu'il est habituel - et à bien des égards justifié - d'associer l'analyse en terme de circuit et l'analyse keynésienne, surtout depuis que s'est développé au début des années quatre-vingt en France et au Canada une école dite "circuitiste" fortement influencée par les travaux de Keynes. Toutefois, divers auteurs mobilisent la notion de circuit à titre purement pédagogique où toute référence à l'égard d'une école de pensée n'est qu'implicite voire fortuite (voir par exemple GRIMAUD, A. [1999], Analyse macroéconomique, Montchrétien, Paris).

<sup>2</sup> Ces deux pôles s'analyseront comme un mode de relation concernant les ménages et les firmes. De ce fait, le secteur bancaire ne sera pas envisagé sous l'angle "producteur de services", mais uniquement dans sa fonction d'intermédiation.

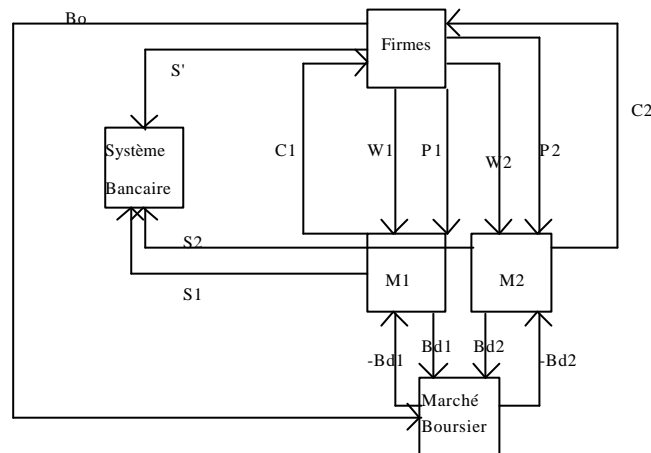
<sup>3</sup> Cette dernière catégorie de revenus regroupera l'ensemble des revenus non salariaux, y compris les intérêts et les dividendes versés par les firmes.

marché boursier sont conçus comme des lieux abstraits vers lesquels convergent les capacités et les besoins de financement. C'est pourquoi, les flèches Bd, Bo, S et S' sont toutes orientées vers ces institutions financières.

Pour faciliter la modélisation des fluctuations boursières, on supposera dans un premier temps que les firmes ne procèdent à aucune accumulation financière.<sup>4</sup> Les fluctuations boursières ne seront donc que le résultat des transactions internes au secteur des ménages. La modélisation des fluctuations boursières requiert par conséquent un degré supplémentaire de complexité. Celle-ci se résume au découpage du pôle Ménages en deux sous secteurs dont les offres et/ou les demandes respectives constitueront la source de la formation et de l'évolution des cours boursiers.

Les deux secteurs du pôle Ménages seront notés respectivement M1 et M2. Chacun de ces secteurs perçoit un revenu ( $W_1$ ,  $W_2$  et  $P_1$ ,  $P_2$ ), consomme ( $C_1$ ,  $C_2$ ), épargne ( $S_1$ ,  $S_2$ ) et investit en bourse ( $Bd_1$  et  $Bd_2$ ). Il convient par ailleurs d'envisager la possibilité pour M1 ou M2 de céder des actions. Cette opération sera notée  $-Bd_1$  ou  $-Bd_2$ .<sup>5</sup>

Schéma 2 : représentation du circuit de référence.



C'est à partir de ce circuit de référence que la modélisation de la hausse des cours boursiers sera opérée.

## 1.2. Modélisation des fluctuations boursières.

La reproduction du schéma 2 avec des valeurs chiffrées constitue une première étape pour l'analyse de l'impact de l'évolution des prix des actifs. Il convient d'éliminer certains flux susceptibles d'alourdir inutilement la représentation. Les revenus - exclusivement salariaux pour l'instant - ont été versés à M1 et à M2. Chacun de ces deux agents consomme - par hypothèse - une part égale de son revenu soit 50 %. Il est par contre supposé que les choix en matière d'épargne divergent :

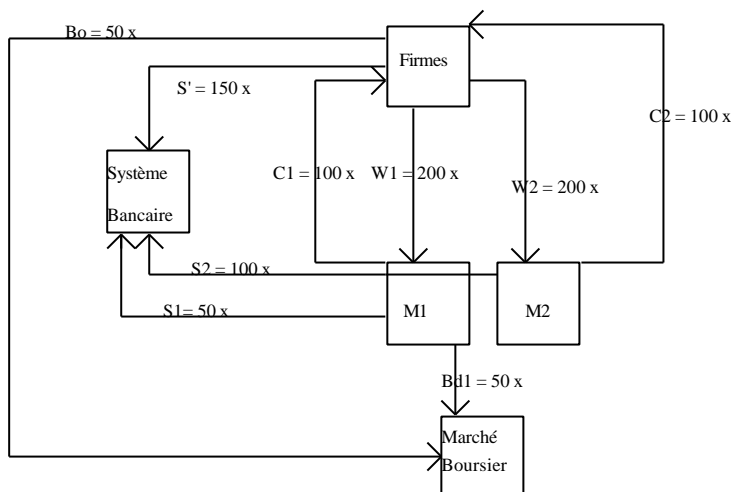
- M1 ventile à parts égales son épargne entre dépôts bancaires et titres du marché boursier.

<sup>4</sup> Cette hypothèse devra être relâchée par la suite de manière à tenir compte de ce type d'accumulation, lequel a pris une grande ampleur en France depuis le milieu des années quatre-vingt.

<sup>5</sup> Les cessions d'actifs peuvent s'analyser comme une offre de titres. Toutefois, nous distinguerons *cession de titres* (laquelle présuppose leur détention préalable et justifie par conséquent d'être caractérisée comme une demande négative) *d'émission de titres* (offre de titres).

- M2 choisi d'avoir recours à la seule épargne bancaire.

Schéma 3 : représentation du circuit avec valeurs chiffrées.<sup>6</sup>



Au regard des chiffres choisis sur le schéma 3 et du fait des hypothèses précisées précédemment, il apparaît que la richesse financière globale des ménages est de 200 x.

Le mouvement à la hausse du cours des actions cotées présuppose que M2 mobilise une partie de son revenu disponible pour acquérir les titres<sup>7</sup> détenus par M1 pour un montant excédant le prix auquel ce dernier les a lui-même acquis. On suppose que M2 acquiert les titres de M1 pour 60 x, si bien que la hausse des cours boursiers est de 20 %. La plus-value de M1 est de 10 x.

Les conséquences de la hausse des cours boursiers dans un tel cadre analytique sont donc clairement identifiées : la hausse des cours entraîne un effet de richesse. Dans le présent exemple, M1 dispose d'un revenu disponible de 110 x<sup>8</sup> tandis que M2 dispose d'une richesse qu'il évalue à 100 x. Celle-ci se compose de dépôts bancaires pour 40 x et d'un portefeuille d'actions d'une valeur de 60 x. La richesse financière globale des ménages est donc de 210 x.

Si M1 ne modifie pas sa propension à consommer (50%), celui-ci consomme sa plus-value à hauteur de 5 x. Dans ce cas, l'ensemble des ménages évalue sa richesse financière à 205 x.

Puisque l'effet de richesse induit dans cet exemple un accroissement de la consommation, les firmes augmentent leurs recettes, si bien qu'il semblerait logique d'envisager la diminution de leurs besoins de financement. Cependant, les capacités de financement des ménages se sont accrues (de 200 x à 205 x). En vertu de la règle logique - dans le présent cadre d'analyse<sup>9</sup> - de l'identité des capacités de financement et des besoins de financement, le passif des

<sup>6</sup> Les valeurs chiffrées sont exprimées en unité de "x", symbole de la monnaie de l'économie considérée.

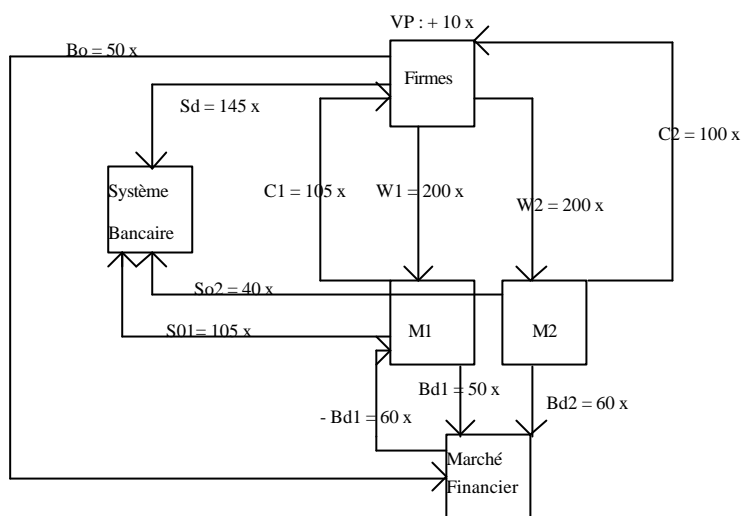
<sup>7</sup> Il est considéré dans un premier temps que les transactions sur le marché boursier impliquent la totalité des titres émis par les firmes.

<sup>8</sup> Son épargne bancaire, initialement de 50x s'accroît du montant auquel il a vendu ses titres boursiers, soit 60x.

<sup>9</sup> Il convient de rappeler que les secteurs des firmes et des ménages sont les seuls à connaître des soldes de financement

firmer doit être réévalué à la hausse pour suivre l'évolution des actifs des ménages. En effet, les comptes nationaux sont obligés de retenir "le principe d'une évaluation homogène des titres au passif et à l'actif, [...]"<sup>10</sup>

Schéma 4 ; première représentation de l'impact de la hausse des cours boursiers.



Le schéma 4 ci-dessus synthétise les développements qui précèdent. La relative difficulté de représenter la valorisation des actifs à l'aide d'une démarche en terme de circuit mérite d'être soulignée, car elle illustre d'une certaine manière un problème de fond qui sera abordé dans le prochain paragraphe.

Dans cet exemple, on observe d'une part la valorisation des actifs financiers des ménages liée à la plus-value réalisée par M1 et d'autre part la valorisation du passif des firmes (notée VP sur le schéma) pour un même montant, c'est-à-dire  $10x$ . Cette valorisation du passif des firmes est destinée à maintenir l'identité entre les capacités de financement des ménages et les besoins de financement des firmes. Elle ne modifie cependant pas la comptabilité privée des firmes dont le capital émis reste de  $50x$ . Cet aspect mérite plus amples développements.

### 1.3. Analyse comptable des fluctuations boursières.

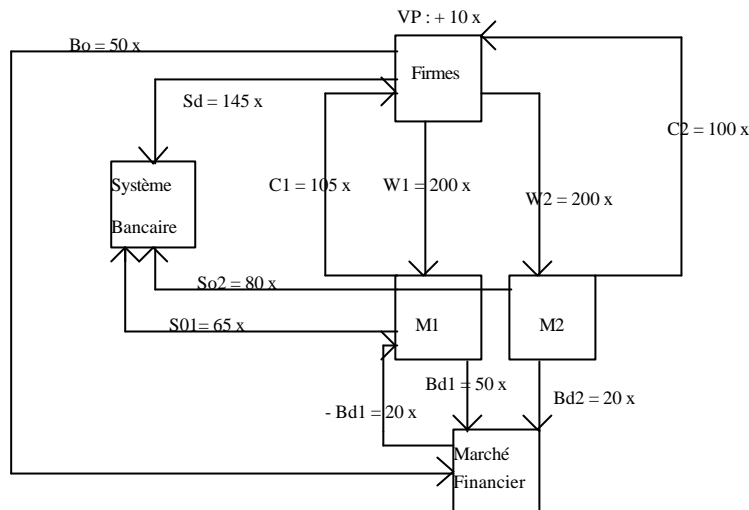
Il a été considéré dans l'exemple opéré à l'aide d'un circuit que l'ensemble des titres émis par les firmes était échangé lors de la transaction entre M1 et M2. Il serait pourtant plus conforme à la réalité du marché boursier d'envisager la variation du cours des actions sur la base de transactions portant sur une partie seulement des titres émis initialement par le secteur des firmes.

Le schéma 4 peut être reconstruit en modifiant une hypothèse. On considère que M2 n'acquiert que 20 % des titres détenus par M1 pour un montant de  $20x$ . Ces titres ont été acquis par M1 pour  $10x$  (20 % de  $50x$ ) si bien que sa plus-value est la même que dans l'exemple précédent ( $20x - 10x = 10x$ ), mais la hausse des cours est de 100 %.

Schéma 5 ; seconde représentation de l'impact de la hausse des cours boursiers

non nuls, vu que le pôle bancaire est réduit à une seule fonction d'intermédiation et que les autres secteurs tels l'Etat ou le Reste du monde ont été évincés de la présente analyse.

<sup>10</sup> DAVYDOFF, D. et FACQ, J.-M. [1988], "L'intégration des flux et des patrimoines financiers en comptabilité nationale", in ARCHAMBAULT, E. et ARKHIPOFF, O., Nouveaux aspects de la comptabilité nationale, Economica, Paris.



L'évaluation de la richesse des ménages peut être opérée à l'aide du concept de *coût historique*. M1 dispose de titres dont le coût historique est de  $40x$  ainsi que d'une épargne liquide de  $65x$ .<sup>11</sup> M2 dispose d'une épargne liquide de  $80x$  et de titres acquis au prix de  $20x$ .<sup>12</sup>

Le revenu global des ménages est donc de  $205x$ , comme dans l'exemple illustré par le schéma 4.

L'évaluation de la richesse des ménages peut être opérée à l'aide d'une seconde méthode. Celle-ci s'appuie sur le concept de *valeur capitalisée* des titres boursiers. La valeur capitalisée des titres de M1 n'est pas de  $40x$ , mais de  $80x$  au regard des cours boursiers puisque ces derniers se sont appréciés de  $100\%$ . Pour M2, le calcul ne change pas, si bien que la richesse financière des ménages est de  $245x$ .

Chacune de ces deux méthodes d'évaluation du patrimoine financier des ménages a ses avantages et ses inconvénients.

- La première (reposant sur le concept de *coût historique*) a l'avantage de permettre la prise en compte de la chronique des plus-values effectivement réalisées dans le passé. La comptabilité privée s'appuie sur ce concept lorsqu'il s'agit d'évaluer le patrimoine financier des agents. De même, la comptabilité nationale s'appuie sur cette méthode pour évaluer les flux annuels d'acquisition d'actifs financiers. Les flux d'engagements financiers annuels sont donc surévalués selon le mécanisme illustré par le schéma 4.

- La seconde (reposant sur la notion de *valeur capitalisée*) offre l'avantage de prendre en compte les plus-values latentes et donne ainsi une meilleure évaluation de la richesse telle *qu'elle est ressentie par les ménages*.<sup>13</sup> L'inconvénient de cette méthode provient également du caractère latent et même virtuel de cette richesse. Ainsi, on peut considérer qu'une *prise de bénéfice généralisée*, pour adopter le jargon boursier, c'est-à-dire la réalisation effective de la plus-value des détenteurs de titres boursiers, s'accompagne d'une baisse des cours susceptible de réduire, voire d'annuler, toute perspective de réalisation des plus-values.

<sup>11</sup> Epargne initiale ( $50x$ ) + recettes liées à la cession de titres ( $20x$ ) - consommation de la moitié de sa plus-value ( $5x$ ).

<sup>12</sup> De son point de vue, le prix auquel il a acquis ses titres s'apparente à leur coût historique.

<sup>13</sup> CQFD.

La comptabilité nationale s'appuie sur le concept de valeur-capitalisée pour évaluer les encours financiers des agents. Cela implique une forte surévaluation du passif des firmes émettrices d'actions cotées<sup>14</sup> par rapport à la réalité juridique et comptable des bilans des firmes.

Ainsi, la valorisation du passif dans les schémas 4 et 5 était de 10 x. Elle serait de 50 x dans le schéma 5 si le calcul de la richesse financière des ménages intégrait les plus-values latentes.

Cette curiosité comptable n'est pas seulement anecdotique. Il existe des courants de pensée qui plaident en faveur d'une réforme de la comptabilité privée. Sans le cadre de celle-ci, l'adoption des concepts issus de la comptabilité nationale serait, selon les partisans de cette réforme,<sup>15</sup> susceptible de permettre l'évaluation des actifs et des passifs à leur "juste valeur" ("fair value"). La notion de coût historique est donc critiquée par certains comptables et analystes financiers, car "[...] *tout ajustement à la hausse des actifs du fait d'une augmentation de la valeur est impossible tant que les éléments d'actif ne sont pas cédés ; comme conséquence de cela, il n'y a pas au passif de mise à jour régulière de la valeur des capitaux propres.*"<sup>16</sup>

Essentiellement développé dans les pays anglo-saxons, ce courant de la *fair value* a parmi ses adeptes une institution comme l'O.C.D.E. : "[...] *les normes et pratiques comptables n'ont peut-être pas suivi le rythme des changements économiques et les états financiers ne fournissent peut-être plus toutes les informations exigées dans une économie postindustrielle. L'un des arguments avancés pour étayer ce point de vue est que les marchés boursiers sont intéressés par les performances futures et non les performances passées, ce que les états financiers décrivent en général. Autre argument, la contrainte de coût historique ne permet pas aux états financiers de fournir une image "véritable et équitable" de l'entreprise. [...] Les propositions de remède à ces manques vont d'une description plus détaillée dans les rapports financiers actuels à une refonte totale de la base conceptuelle de la comptabilité.*"<sup>17</sup>

L'évaluation des fonds propres à la valeur capitalisée<sup>18</sup> soulève pourtant une difficulté théorique. Le passif est une ressource. Or, la réforme du mode d'évaluation conduirait à intégrer au passif des éléments qui n'apporteraient strictement aucune ressource, sauf à admettre qu'une ressource puisse avoir une dimension fictive ou virtuelle, voire

---

<sup>14</sup> Et donc de l'ensemble des firmes, puisqu'il s'agit de comptabilité nationale. L'ampleur de la surévaluation des passifs ou plus exactement des besoins de financement des firmes est à relier avec la surévaluation des capacités de financement des ménages. Indiquons par ailleurs que le concept de valeur capitalisée s'appliquait dans la comptabilité nationale "base 80" aux actions cotées et aux actions non cotées sur la base des indices de capitalisation boursière. Dans le cadre de la S.E.C. 95, les actions non cotées ont fait l'objet d'une évaluation différente, L'ampleur de la surévaluation des passifs ou plus exactement des besoins de financement des firmes est à relier avec la surévaluation des capacités de financement des ménages. Indiquons par ailleurs que le concept de valeur capitalisée s'appliquait dans la comptabilité nationale "base 80" aux actions cotées et aux actions non cotées sur la base des indices de capitalisation boursière. Dans le cadre de la S.E.C. 95, les actions non cotées ont fait l'objet d'une évaluation différente, laquelle induit une moindre surévaluation des passifs des firmes, voir FRIEZ, A. et BRANTHOME, P. [2000], "Les tableaux d'opération financières 1995-1998 en base 1995", *Bulletin de la Banque de France*, n°75, mars.

laquelle induit une moindre surévaluation des passifs des firmes, voir FRIEZ, A. et BRANTHOME, P. [2000], "Les tableaux d'opération financières 1995-1998 en base 1995", *Bulletin de la Banque de France*, n°75, mars.

<sup>15</sup> Voir par exemple LEV, B. et ZAROWIN, P. [1999], "The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them", *Journal of Accounting Research*, 37(2).

<sup>16</sup> GARMILIS, A. [1999], "L'évolution de la comptabilité permettra-t-elle d'exprimer la création de la valeur ?", *La revue du financier*, n° 120, p. 21.

<sup>17</sup> O.C.D.E. [1998], "Les valeurs actionariales et le marché du contrôle des entreprises dans les pays de l'OCDE", *Tendances des marchés de capitaux*, n°69, février, p.38, nous avons pris l'initiative de souligner certaines expressions.

<sup>18</sup> Des comptables parlent de *valeur de marché* ou de *valeur économique* pour caractériser ce que les économistes nomment *valeur capitalisée*. Pourtant, ces notions ne se recoupent pas. La valeur de marché présuppose un échange. Un prix ou une évaluation par le marché en dehors de tout échange n'a strictement aucun sens en économie, hormis celui de bercer les détenteurs d'actifs financiers dans l'illusion.

psychologique.

Au surplus, le concept de *juste valeur* repose sur l'hypothèse de perfection du marché boursier. Celui-ci serait donc en mesure, mieux que toute norme juridique, d'évaluer la valeur d'une firme. L'appréciation du passif a pour corollaire l'appréciation de l'actif des firmes (sous peine d'aboutir à la réduction du résultat), et de permettre ainsi la prise en compte des *actifs intangibles*. Toutefois, comme le suggèrent Bond et Cummins : “[...] *the logic of this approach is circular : accounting principles for intangible assets are unsatisfactory, making it difficult for market participants to value companies ; but strong market efficiency is assumed in order to assign a value in intangibles.*”<sup>19</sup>

Autrement dit, les adeptes de la *fair value* paraissent ignorer le phénomène de bulle spéculative. Or, si les observateurs les plus optimistes - ou les moins passionnés par l'histoire des faits économiques - de l'évolution des cours boursiers pouvaient douter il y a plus d'un an de leur volatilité, ce n'est plus le cas aujourd'hui. L'argument des partisans de la *fair value* ne saurait tenir sauf à expliquer la forte volatilité *de la valeur des actifs intangibles eux-mêmes*.

Cette problématique des conséquences comptables de la volatilité des prix d'actifs offre une arme supplémentaire pour appréhender l'impact des fluctuations boursières sur la consommation et l'investissement. Ces thèmes constituent l'objet de la partie qui suit.

## **2. Les conséquences macroéconomiques de l'évolution des prix d'actifs.**

L'effet de richesse induit par la hausse des cours boursiers paraît indiscutable. Pourtant, contrairement aux enseignements tirés par bon nombre de travaux théoriques, l'impact de la hausse des prix d'actifs par rapport à la consommation reste - en France - limité (2.1). Il en va de même pour son impact par rapport à l'investissement (2.2). Le faible pouvoir explicatif de la majorité des modèles ayant abordé ce thème provient d'un phénomène qu'ils semblent ignorer : l'accumulation financière des firmes (2.3). Cette donnée conduit à entrevoir les causes de l'émergence des bulles spéculatives et à mettre en doute la pertinence des politiques monétaires contemporaines (2.4).

### **2.1. De l'effet de richesse à la relance de la consommation.**

La hausse des cours boursiers a des conséquences clairement identifiées au regard du schéma 4 comme du schéma 5 : elle occasionne un effet de richesse sans même qu'il faille s'appuyer sur le concept de plus-values latentes. Son impact par rapport à la consommation est fonction de ce qu'il convient de nommer *la propension à consommer les plus-values boursières*, lesquelles ont été réalisées dans l'exemple retenu par le sous-secteur des ménages M1.

Des études empiriques ont cherché à évaluer cette *propension à consommer les plus-values boursières*. Ainsi, Poterba et Samwick<sup>20</sup> proposent d'évaluer cette dernière à 5 % pour les Etats-Unis. Une contribution publiée par l'OCDE fait état d'une propension à consommer les plus-values boursières de 3 % pour les Etats-Unis et de 0,5 % pour

---

<sup>19</sup> BOND, S. et CUMMINS, J. [2000], “The Stock Market and Investment in the New Economy : Some Tangible Facts and Intangible Fictions”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n°1, pp. 63-64.

<sup>20</sup> POTERBA, J. et SAMWICK, A. [1995], “Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n°2.

la France.<sup>21</sup> Ces différences entre ces deux pays sont expliquées par divers facteurs.

Tout d'abord, la part de la capitalisation boursière par rapport au PIB était en 1996 de 111,6 % aux Etats-Unis alors qu'elle n'était que de 38,2 % en France.<sup>22</sup> Cette relative faiblesse de la taille du marché boursier en France<sup>23</sup> s'explique notamment en raison de la forte concentration de la détention d'actifs boursiers. Ainsi, aux Etats-Unis, les 12 % des ménages les plus fortunés détenaient en 1992 58 % du total des actifs boursiers tandis que en France, les 10 % des ménages les plus riches détenaient en 1992 86 % des actifs boursiers.<sup>24</sup>

Il ressort des considérations précédentes que l'effet de richesse lié à la hausse des cours boursiers est incontestable, même si son impact sur la consommation demeure infime en France.<sup>25</sup> Par contre, les études portant sur les Etats-Unis entrevoient une relation beaucoup plus nette entre l'effet de richesse induit de la hausse des cours boursiers et le niveau de la consommation. Cet accroissement de la consommation ne serait toutefois qu'une conséquence *indirecte* des plus-values boursières. Les années quatre-vingt-dix ont été incontestablement caractérisées par un enrichissement important des ménages, lié à 60 % aux plus-values réelles et latentes.<sup>26</sup> Celles-ci ont conduit les ménages américains à modifier leur arbitrage entre épargne et consommation en faveur de cette dernière. Le taux d'épargne des ménages américains est ainsi passé d'environ 10 % en 1990 à près de 5 % en 1998 (et a sans doute continué à baisser par la suite) si l'on se fonde sur une méthode d'évaluation comparable à celle adoptée par l'INSEE.<sup>27</sup>

Le principe de l'effet de levier est apte à illustrer la baisse du taux d'épargne des ménages américains.<sup>28</sup> Ce n'est par contre pas le cas pour la France, puisque le taux d'épargne des ménages demeurait en 2000 à un niveau relativement élevé (supérieur à 15 %), ce qui est cohérent au regard de la comparaison du niveau et de la concentration des encours de détention d'actions cotées des ménages américains et français.

Si l'impact de la hausse des cours boursiers par rapport aux comportements des ménages est bien visible aux Etats-Unis, il demeure donc infime en France. Il convient maintenant de s'interroger sur l'impact de la valorisation des titres boursiers par rapport à l'investissement.

---

<sup>21</sup> KENNEDY, M., PALERM, A., PIGOTT, C. et TERRIBILE, F. [1998], "Asset Prices and Monetary Policy", *OECD Working Papers*, n° 188, février. La méthode d'évaluation de cette propension à consacrer une partie de l'enrichissement boursier à un surcroît de consommation, s'appuie sur l'hypothèse d'une fluctuation des indices boursiers de 20 %.

<sup>22</sup> Voir C.N.C.T. [1999], *Le financement de l'entreprise*, Publication de la Banque de France, janvier, p. 191.

<sup>23</sup> Cette faiblesse relative concerne l'ensemble de l'Europe continentale, si bien que l'on peut légitimement se demander s'il ne serait pas plus pertinent de parler de sur dimension relative du marché boursier dans les pays anglo-saxons.

<sup>24</sup> Ces données sont relatives aux seuls actifs boursiers détenus par les ménages, Voir JAILLET, P. et SICSIC, P. [1998], "Prix d'actifs, relations avec les facteurs de la demande de crédit : quelques implications pour la politique monétaire", *Bulletin de la Banque de France*, n°53, mai, p. 82 et 83.

<sup>25</sup> Il existe ainsi pour la France un consensus par rapport au fait que les comportements de consommation n'ont pas été modifiés lors de la période caractérisée par une forte hausse des prix d'actifs en général et des cours boursiers en particulier. Voir VILLA, P. [1996], "La fonction de consommation sur longue période en France", *Revue économique*, vol 47, n°1, janvier, BONNET, X. et DUBOIS, E. [1995], "Peut-on comprendre la hausse imprévue du taux d'épargne des ménages depuis 1990", *Economie et prévision*, n° 121 et JAILLET, P. et SICSIC, P. [1998], Op. Cit.

<sup>26</sup> Voir POTERBA, J., [2000], "Stock Market Wealth and Consumption", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n°2, Spring, pp. 99-118.

<sup>27</sup> Voir BAUDCHON, H. et CHAUVIN, V., [1999], "Les cigales épargnent-elles ? Une comparaison des taux d'épargne français et américain", *Revue de l'OFCE*, n°68, janvier, pp. 127-164. Ces deux auteurs s'évertuent à harmoniser les méthodes d'évaluation des taux d'épargne français et américains. Leur travail de reconstruction des "faits stylisés" les conduit à rehausser le taux d'épargne des ménages américains de 4 à 5 points.

<sup>28</sup> Nous verrons par contre que ce principe de l'effet de levier ne permet pas d'illustrer le comportement des firmes américaines.

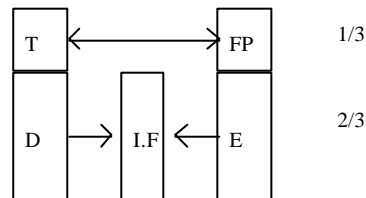
## 2.2. L'impact de la valorisation boursière sur l'investissement.

L'analyse du lien entre la variation des prix d'actifs et l'investissement peut être opérée à partir d'une représentation simplifiée des soldes de financement du secteur des ménages et du secteur des firmes. Seront appréhendés successivement le mode de financement d'un investissement par le marché, puis l'impact de la valorisation boursière sur l'investissement et l'endettement ("l'effet de levier"). La mobilisation de données empiriques permettra de minimiser l'importance réelle de ces modes de financement de l'investissement.

### *Le financement par le marché.*

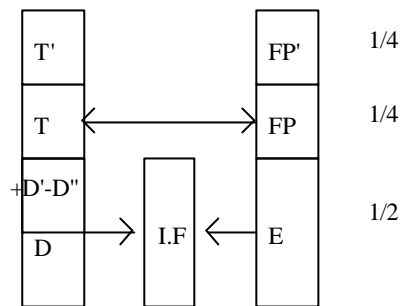
Le processus d'innovation financière entamé au milieu des années quatre-vingt en France était supposé consacrer l'avènement d'une "économie de marché de capitaux" au détriment de "l'archaïque économie d'endettement". Cette évolution peut être schématisée à l'aide d'une représentation des capacités de financement des ménages et des besoins de financement des firmes. Nous émettrons l'hypothèse que les besoins de financement représentent l'ensemble de la structure du passif des firmes, ce qui revient à considérer qu'elles n'ont pas d'épargne ni de titres à leur actif.

### Schéma 6 : structure des soldes de financements des agents.



A gauche, les capacités de financement des ménages se décomposent en titres boursiers (T) et en dépôts bancaires (D). Au centre, les institutions financières (IF) "transforment" les dépôts et accordent des crédits aux firmes. Les besoins de financement des firmes sont représentés à droite, regroupant les fonds propres (FP), dont on considère qu'ils consistent en actions émises via le marché boursier, ainsi que l'endettement bancaire (E). Il est supposé par ailleurs que la structure du passif du bilan des firmes est partagée pour 1/3 en fonds propres et pour 2/3 en endettement. L'émission de nouveaux titres boursiers peut alors être représentée.

Schéma 7 : représentation d'une émission nouvelle de titres boursiers.



On émet l'hypothèse que l'émission d'actions nouvelles (FP') est destinée à financer un investissement. Elle requiert de la part des ménages la mobilisation d'une partie de leur dépôts bancaires, lesquels sont donc réduits (-D). En raison de l'hypothèse selon laquelle les firmes n'ont ni épargne, ni titres à leur actif, la dépense d'investissement bénéficie aux ménages et accroît ainsi leur dépôts bancaires (+D). Si l'émission d'actions nouvelles conduit à doubler le montant des fonds propres constatés sur le schéma 6, cela aboutit à accroître le ratio fonds propres / total ressources financières de 1/3 à 1/2.

L'illustration de l'avènement d'une économie de marché financier qui précède appelle deux remarques :

- Du point de vue des ménages, le montant des liquidités (dépôts bancaires) demeure inchangé, même si leur part dans le total des actifs a diminué.
- Le processus de titrisation des relations financières s'appuie sur la masse des dépôts bancaires. Autrement dit, d'un point de vue macroéconomique, toute formation de relation désintermédiée présuppose une relation intermédiée à détruire. Cet élément montre l'importance soulignée par J. Léonard de la liquidité : *“Mais en dernier lieu, la demande d'actifs financiers dépend toujours du volume de ressources liquides disponibles auprès des investisseurs potentiels.”*<sup>29</sup>

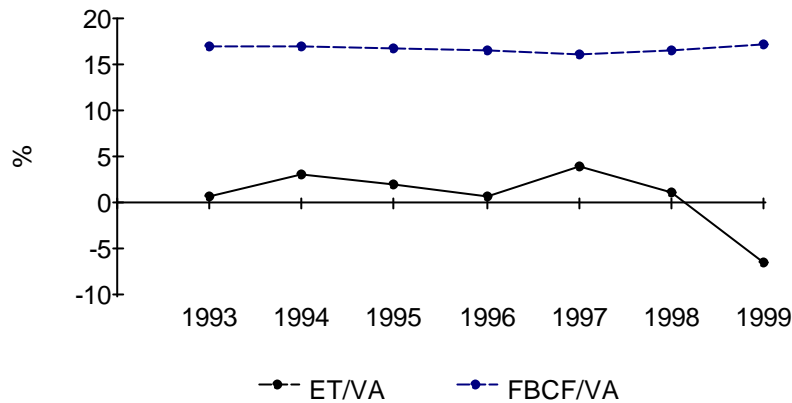
Il est généralement considéré que l'absence de coûts d'intermédiation est la cause du surcroît d'efficience de l'économie de marché financier par rapport à l'économie d'endettement. Il est donc légitime de supposer que les innovations financières des années quatre-vingt ont conduit les firmes françaises à recourir plus ou moins massivement au marché boursier pour financer leurs investissements. Or, il n'en est rien ainsi que le suggère le graphique 1 qui concerne l'ensemble des actions cotées et non cotées.<sup>30</sup>

Graphique 1 : Investissement (FBCF/VA) et émissions nettes de titres des sociétés (ET/VA).<sup>31</sup>

<sup>29</sup> LEONARD, J. [1997], “Evaluation des actifs financiers : le rôle clé de la liquidité”, *Document de recherche* n°1997-12 du G.R.I.E.F., Université de Poitiers, p. 1.

<sup>30</sup> Il faut indiquer que la distinction entre les actions cotées et les actions non cotées constitue une nouveauté en comptabilité nationale (T.O.F. en base 95). En 1999, les flux d'émissions des sociétés d'actions cotées et non cotées étaient à quelques milliards près d'un même montant.

<sup>31</sup> La courbe ET/VA retrace la différence entre les flux d'engagement et les flux d'acquisition “d'actions et autres participations” en base 80 pour la période 1993-1996 et en base 95 pour la période 1997-1999, le tout rapporté à la valeur ajoutée brute des sociétés. Le ratio FBCF/VA mesure le rapport entre la formation brute de capital fixe et la valeur ajoutée brute des sociétés.



Données : INSEE, [2000], Comptes et indicateurs économique, n°187-188, juillet.

La relative faiblesse du recours des firmes au marché boursier peut a priori s'expliquer par le concept d'aversion contre le risque des ménages. Comme l'énonce un rapport du CNCT, il existe "une forte préférence des ménages pour la disponibilité et la sécurité de leur placement".<sup>32</sup> L'avènement d'une économie de marché requiert donc en principe des versements de dividendes nettement plus élevés que le taux de rémunération des dépôts bancaires. Il paraît pourtant clair pour la plupart des observateurs des marchés que l'aversion contre le risque disparaît lors des périodes de fortes hausses des cours boursiers. Ainsi, lorsque les indices "Price Earning Ratio" ou "Dividendes/cours" n'ont plus de valeur explicative par rapport à la hausse des cours, on est fondé à retenir l'hypothèse de l'émergence d'une forte bulle spéculative.

Cette bulle n'a pas conduit les firmes à accroître le montant de leurs émissions de titres, car cela aurait eu pour conséquence certaine une moindre croissance des cours et l'éviction de nombreux investisseurs du marché boursier.<sup>33</sup>

Certaines analyses théoriques - et c'est assez paradoxal - suggèrent implicitement que l'avènement d'une économie de marché ne se traduit pas nécessairement par un accroissement des fonds propres financés par émission d'actions. Le concept d'effet de levier conduit ainsi à relier positivement la hausse des cours boursiers et l'investissement par endettement.

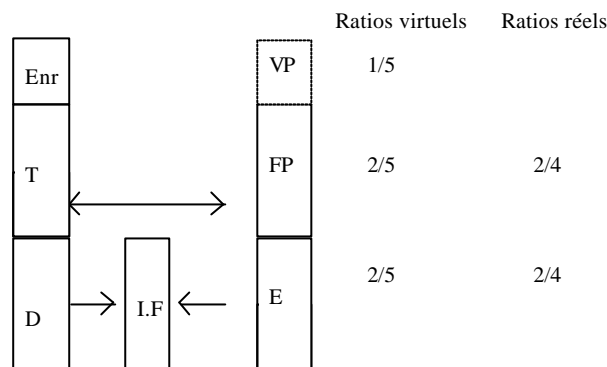
*L'effet de levier.*

Avant d'illustrer schématiquement le principe de l'effet de levier, il convient de représenter la hausse des cours. A partir d'une situation initiale correspondant à celle du schéma 7, on émet l'hypothèse qu'une hausse des cours boursiers conduit à valoriser de 50 % la valeur fictive des fonds propres des firmes.

Schéma 8 : représentation de la hausse des cours boursiers.

<sup>32</sup> C.N.C.T. [1999], Op. Cit., p. 182, ce rapport illustre cette idée à l'aide d'un sondage du CREP réalisé auprès de 603 personnes interrogées en juin 1998.

<sup>33</sup> Ces deux phénomènes risquant de "s'auto alimenter".



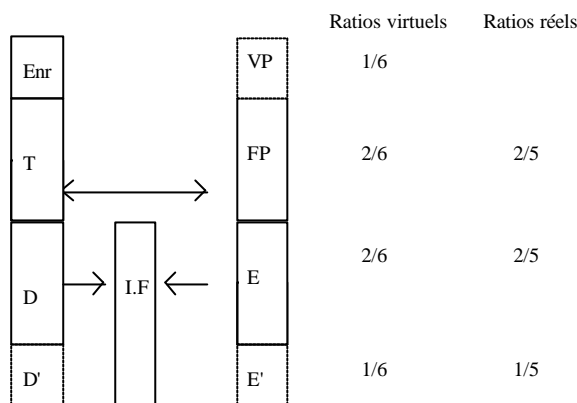
L'enrichissement (Enr) des ménages est considéré comme réel, même si ce point est sujet à caution.<sup>34</sup> En revanche, les conceptions du courant de la fair value n'ayant pas été adoptées, la valorisation du passif (VP) des firmes reste virtuelle (c'est pourquoi elle est représentée en pointillé). Le ratio fonds propres / total ressources financières n'est pas affecté si l'on raisonne en termes réels. A contrario, celui-ci passe de 1/2 à 3/5 si l'on raisonne en valeur de marché ou valeur fictive.

Si le ratio q de Tobin est un concept pertinent, les firmes seront incitées à investir - c'est-à-dire à s'endetter - lorsque ce ratio q s'accroît<sup>35</sup>. Cela doit se traduire par un accroissement de leur endettement bancaire (E) et un accroissement des dépôts bancaires (D'). En conséquence, le ratio fonds propres / total passif diminue. Dans l'optique de la comptabilité nationale (prise en compte de la valorisation fictive du passif), le ratio q demeure constant.

Schéma 9 : représentation de l'effet de levier.

<sup>34</sup> Voir partie 1.3.

<sup>35</sup> Ce ratio est le rapport entre l'évaluation boursière de la firme (valorisation fictive du passif incluse), et le coût de remplacement de son capital que l'on suppose ici constant.



La théorie du ratio q conduit donc à établir un lien positif entre la hausse des cours boursiers et l'investissement. Ce lien se matérialise par la constance du rapport fonds propres / total des ressources financières (3/6) des firmes au sens de la comptabilité nationale. Envisagé sous l'angle de la comptabilité privée agrégée, le ratio fonds propres / total des ressources financières diminue (2/5).

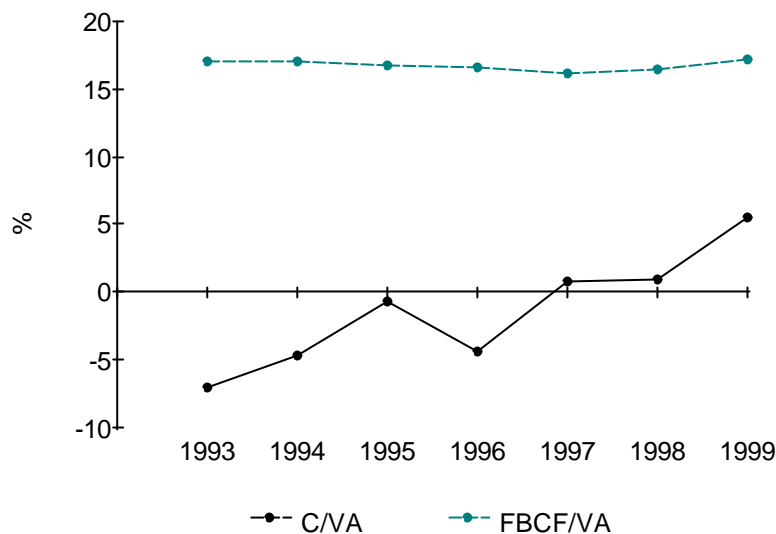
La valeur explicative du concept de ratio q et de l'effet de levier qu'il implique est toutefois fort limitée. En effet, l'encours des crédits (au sens large) accordés aux sociétés a été en constante progression de 1978 à 1993<sup>36</sup> mais diminue depuis.

Le graphique ci-dessous retrace l'évolution de l'endettement bancaire au sens large des sociétés financières depuis 1993.

### Graphique 2 : investissement et crédit accordés aux sociétés.<sup>37</sup>

<sup>36</sup> Voir C.N.C.T. [1999], Op. Cit., étude consacrée à la France.

<sup>37</sup> La méthode utilisée pour réaliser ce graphique se fonde sur des données de l'INSEE. La courbe FBCF/VA est la même que pour le graphique 1, tandis que la courbe C/VA concerne de 1993 à 1996 les flux nets de créances et de dettes pour la rubrique identifiée par la comptabilité nationale en base 80 par "crédits" et "prêts à court terme", et concerne de 1997 à 1999 les flux nets d'acquisitions et d'engagements de crédits en base 95. Ces flux nets sont



Données : INSEE, [2000], Comptes et indicateurs économique, n°187-188, juillet.

La relative faiblesse des flux et des encours de crédit semble constituer un phénomène mondial comme le souligne une étude de l'OCDE, “ [...] *des tests économétriques ne permettraient probablement pas de valider une relation globale crédits-prix d'actifs, puisque le montant des encours de crédit a stagné depuis 1991, alors que le cours des actions a continué de progresser.*”<sup>38</sup>

La réalité n'a pourtant pas ce caractère mystérieux que semble lui conférer l'institution garante de la coopération et du développement des nations développées.<sup>39</sup> En effet, le fait que l'autofinancement soit devenu, depuis la fin des années quatre-vingt, le mode privilégié de financement de l'investissement n'est un secret pour personne.

### 2.3. L'accumulation financière des sociétés.

L'autofinancement est une catégorie de fonds propres qui a été ignorée jusqu'à présent dans ce travail. Pourtant, l'autofinancement joue un rôle majeur dans le financement de l'investissement, notamment en France :

---

rapportés à la valeur ajoutée brute des sociétés non financières.

<sup>38</sup> JAILLET, P. et SICSIC, P. [1998], Op. Cit., p. 90.

<sup>39</sup> Parmi les travaux recherchant une relation économétrique entre les prix d'actifs et l'investissement, beaucoup s'appuient sur un ratio  $q$  de Tobin réinterprété. Voir par exemple BARRO, R. [1990], “The Stock Market and Investment”, *The Review of Financial Studies*, vol. 3, n°1, pp. 115-131. On remarque dans le cas de la France que si le recours au crédit semble en hausse (graphique 2), ce n'est pas pour augmenter l'investissement (la FBCF), mais pour acheter ou racheter des actions (graphique 1). Ce phénomène est particulièrement visible pour l'année 1999. Pour parvenir à établir un lien entre la hausse des cours et l'investissement, on comprend mieux pourquoi des auteurs tels Barro sont tentés de considérer ce rachat d'action comme *un investissement*.

Tableau 1 : taux d'autofinancement des sociétés financières en France (en %).<sup>40</sup>

1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
94,8	97,5	93	93,3	97,4	95,6	84,6

Source : INSEE, [2000], Comptes et indicateurs économique, n°187-188, juillet.

On remarque que la diminution de ce ratio en 1999 s'explique en raison du phénomène de rachat d'actions des firmes, illustré avec les graphiques 1 et 2. Elle relève donc davantage de la diminution du taux d'épargne brute des firmes que de l'augmentation du taux d'investissement. Cette diminution du taux d'épargne des firmes a été compensée par un accroissement de leur accumulation de titres, notamment boursiers.

L'observation des structures de passif des firmes montre que cette accumulation financière explique à elle seule l'accroissement du ratio "fonds propres / total ressources financières". Ainsi, une étude de Delbreil et Paranque<sup>41</sup> présente les grandes évolutions en la matière, notamment pour la France, depuis 1986. Ils insistent sur l'amélioration financière des entreprises, laquelle se traduit par un accroissement continu du ratio "fonds propres / total ressources financières". Ce ratio dépasse 70 % à partir de 1996, alors qu'il avoisinait 40 % en 1986.<sup>42</sup>

L'intensité de l'accumulation financière observée en France a suscité des commentaires assez diversifiés. "L'impérieuse nécessité des fonds propres" a été évoquée.<sup>43</sup> Toutefois, la plupart des modèles standards n'intègrent pas ce procédé de financement des investissements. Au surplus, on peut remarquer que si les soldes financiers de l'Etat constituent une variable de référence largement commentée par les autorités politiques et monétaires, on ne peut en dire autant en ce qui concerne les soldes financiers des firmes, bien que ceux-ci soient apparus positifs en France dès 1993.

L'autofinancement est le signe de la capacité des firmes à dégager des taux de profits et une épargne importante. Or, les taux de marge des firmes sont demeurés assez stables durant la décennie quatre-vingt-dix (ils se maintiennent autour d'un seuil de 40 % de la valeur ajoutée des firmes). Le taux d'épargne et l'investissement connaissent également une certaine stabilité. Par conséquent, l'amélioration de la santé financière des firmes est presque exclusivement liée au développement du phénomène de *participations croisées*. La représentation de cette caractéristique peut s'appuyer sur un schéma illustrant la structure du bilan des firmes :

#### Schéma 10 : représentation du bilan des firmes

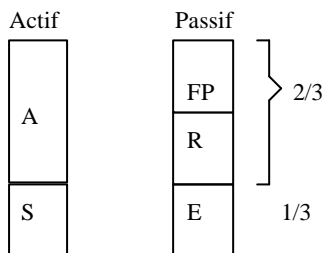
---

<sup>40</sup> Le taux d'autofinancement est le rapport "épargne brute / FBCF".

<sup>41</sup> DELBREIL, M. et PARANQUE, B. [2001], "Le financement des entreprises en Europe de 1986 à 1996", *Bulletin de la Banque de France*, n°85, janvier, pp. 55-75.

<sup>42</sup> La perspective macroéconomique développée dans ce travail conduit à ne pas accorder d'attention à l'hétérogénéité du ratio "fonds propres / total ressources financières" selon la taille des firmes.

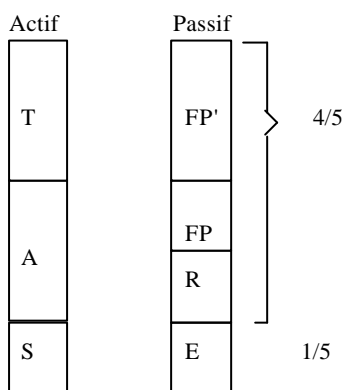
<sup>43</sup> Voir MATRAY, L. [1992], "L'impérieuse nécessité des fonds propres", *Revue d'économie financière*, printemps, n°20, pp. 3-27.



Il est supposé que les fonds propres (émission d’actions notées FP) et l’endettement financent la totalité des actifs (A) des firmes, à l’exception de l’épargne (S) que l’on analysera comme la cause du résultat (R) des firmes.

Une seconde représentation intègre le phénomène de participations croisées, et met en valeur ses conséquences par rapport au ratio “Fonds propres / total ressources financières”.

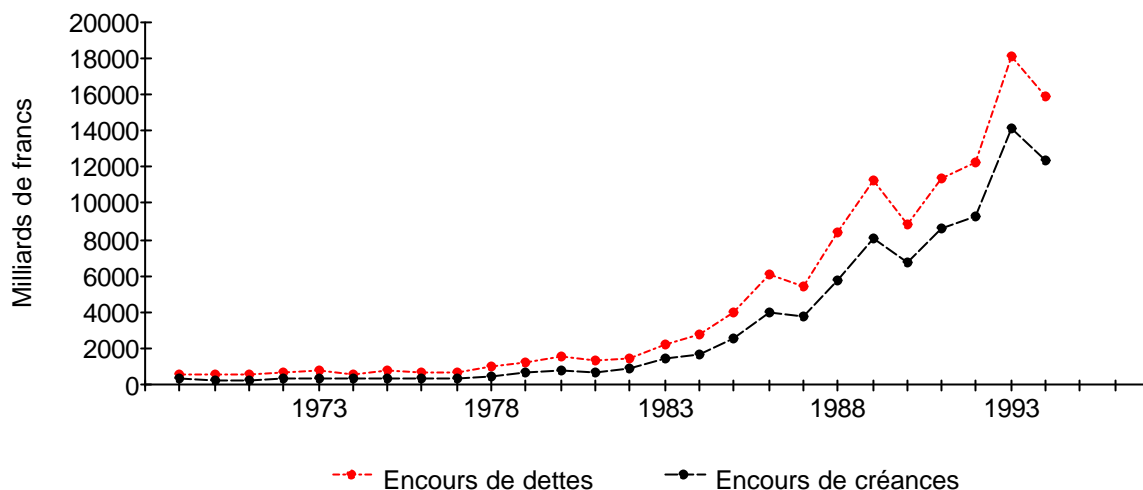
Schéma 11 : représentation de l’accumulation financière des firmes.



Le ratio “fonds propres / total ressources financières” était dans l’exemple illustré par le schéma 10 de 2/3, soit 66 %. Dans le schéma 11, le phénomène de participations croisées se matérialise par un accroissement des émissions d’actions au passif (FP’) ainsi qu’un accroissement des titres à l’actif (T) et conduit à réviser à la hausse le ratio fonds propres / total ressources financières à 4/5 soit 80 %.

Le graphique 3 illustre le développement du phénomène des participations croisées des sociétés françaises pour la période 1969-1994.

Graphique 3. Evolution des encours de dettes et de créances financières des sociétés.



Données : INSEE, Comptes de la Nation 1994 à 1997.

L'écart entre les encours de dettes et de créances semble s'accroître, mais il serait beaucoup plus stable si ces courbes étaient rapportées aux valeurs ajoutées brutes et nominales des firmes puisque cela éliminerait l'impact de l'inflation. On peut rappeler par ailleurs que les données sont issues des comptes patrimoniaux de la comptabilité nationale, si bien que l'encours de dettes est surévalué du fait du mécanisme évoqué dans le paragraphe 1.3.

Cette croissance des participations croisées améliore de manière assez artificielle la structure du bilan des firmes. L'acquisition ou le rachat d'actions de la part des firmes est une opération neutre du point de vue de leur FBCF, de leur taux d'épargne et de leur résultat comptable.

L'appréhension du sens de la croissance du ratio "fonds propres / total ressources financières" peut être facilitée par la prise en compte des représentations théoriques les plus répandues. Ainsi, pour l'OCDE, "[...] la valeur élevée de leurs actifs donnent aux entreprises un volant de sécurité supplémentaire pour amortir des évolutions négatives du marché."<sup>44</sup>

L'accumulation financière des firmes occasionne donc une amélioration de leurs structures de bilan, comme cela a été illustré par les schémas 10 et 11. Pour les analystes de la Banque de France, cette amélioration des bilans provient "[...] de la diminution de l'inflation, de l'amélioration des profits, des exigences accrues de solvabilité liées aux développements des marchés financiers [...]"<sup>45</sup>

L'accumulation financière devient donc un des objectifs des firmes, que l'OCDE envisage comme complémentaire aux recettes liées à leur fonction productive. Pourtant, cet aspect complémentaire peut être fragile : "[...] l'augmentation de la part des actifs fortement négociés (y compris ceux libellés en devises), observée dans la plupart des pays, a accru le risque de fluctuations fortes et brusques de la valeur des bilans suite à des modifications des anticipations de la politique monétaire ou à d'autres évolutions."<sup>46</sup>

S'il est légitime de s'interroger sur la solidité des actifs patrimoniaux des firmes, un élément paraît plus important encore : l'accumulation financière risque de devenir l'objectif principal des firmes et reléguer au second plan

<sup>44</sup> O.C.D.E. [2000], Op. Cit., p. 251.

<sup>45</sup> DELBREIL, M. et PARANQUE, B. [2001], Op. Cit., p. 79.

<sup>46</sup> O.C.D.E. [2000], Op. Cit., p. 256.

l'accumulation du capital fixe.<sup>47</sup>

L'approfondissement de l'analyse doit permettre de passer du stade de la constatation à celui de l'explication de l'accumulation financière des sociétés. Cette dernière doit être analysée au regard de la politique monétaire.

#### **2.4. Les fluctuations des prix d'actifs et la politique monétaire.**

Dans un premier temps, il semble logique de s'interroger sur l'impact de la valorisation des cours boursiers par rapport à l'inflation, puisque le contrôle des prix constitue la responsabilité statutaire des banques centrales indépendantes. Pourtant, l'accumulation financière des firmes conduit à une toute autre conception du rôle des banques centrales. Leur outil principal, à savoir le taux d'intérêt, pourrait ainsi ne plus s'interpréter comme un *prix de renoncement à la liquidité*, mais comme un *prix de renoncement à la spéculation boursière*. Ces considérations nous amèneront à envisager la hausse des prix des actifs comme une conséquence indirecte de l'orthodoxie monétaire.

*Prix d'actif et inflation.*

T. Grunspan indique que l'“*inflation excessive du prix des actifs pourrait dégénérer en inflation du prix des flux (biens et services), soit par le biais des effets de richesse, soit parce que la hausse des prix d'actifs incorporerait des anticipations d'augmentation des prix des flux qui seraient réalisées.*”<sup>48</sup>

Le débat concernant la nécessité d'inclure les prix des actifs dans la fonction de réaction des banques centrales a eu lieu,<sup>49</sup> mais il apparaît que si l'effet de richesse lié à la hausse des prix des actifs est bien établi, son impact sur la consommation - en France - est fort limité.<sup>50</sup>

Toutefois, la possibilité pour les agents de recourir à des emprunts bancaires lors des périodes de forte hausse des cours boursiers devrait conduire logiquement les banques centrales à surveiller l'évolution de ces derniers. Autrement dit, les autorités monétaires peuvent craindre le phénomène d'effet de levier de la part des ménages. Cet argument n'a qu'un faible poids, car l'effet de levier n'a pas connu une grande ampleur en France. Aux Etats-Unis, celui-ci peut être plus facilement invoqué au regard du taux d'épargne des ménages, mais le taux d'inflation américain demeure relativement faible (inférieur à 3 % en 2000).

Il n'apparaît donc pas que l'accroissement possible de la consommation induit par la hausse des cours boursiers constitue pour les banques centrales un motif de craintes inflationnistes. On peut même ajouter que pour la plupart des études et des modèles récents, la hausse des cours boursiers est positive par rapport à la croissance dès lors que cette dernière contribue à renforcer la consommation. Une telle représentation peut s'interpréter comme une adhésion *implicite* à la thèse d'*insuffisance de la demande globale*.

Les autorités monétaires semblent avoir pleinement pris conscience de l'évolution de leur rôle. Leur fonction de contrôle des prix est désormais supplantée par une nouvelle responsabilité ainsi que le souligne J.-P. Patat “[...] les

---

<sup>47</sup> On peut également retourner la causalité, et considérer que c'est la suraccumulation du capital fixe qui a conduit les sociétés à développer leur accumulation financière.

<sup>48</sup> GRUNSPAN, T. [1998], Op. Cit., p. 110.

<sup>49</sup> Voir ARTUS, P. [2000], “Faut-il introduire les prix d'actifs dans la fonction de réaction des banques centrales ?”, *Revue d'économie politique*, 110 (6), nov.-dec., pp. 787-807.

<sup>50</sup> Voir supra.

*banques centrales doivent contribuer au maintien de la stabilité financière, mission désormais fondamentale, au point que certains la considèrent plus importante que celle relevant de la stabilité des prix.”*<sup>51</sup>

Le phénomène de bulles spéculatives est invoqué pour justifier une certaine maîtrise des prix des actifs. Il ne semble pas que la bulle spéculative suscite en elle-même la crainte des banquiers centraux. Ces derniers redoutent plus sûrement les risques de dégonflement de la bulle et de ses éventuels effets récessionnistes sur l'économie.

Il reste alors à s'interroger sur la manière dont les banques centrales peuvent dans une certaine mesure parvenir à la maîtrise des prix d'actifs.

#### *Prix d'actif et taux d'intérêt.*

Le dégonflement récent de la bulle spéculative constatée sur le marché boursier aux Etats-Unis a conduit la Federal Reserve à mener une politique de diminution des taux d'intérêt. L'argument traditionnel concernant la réduction des taux d'intérêt repose sur l'idée qu'elle est susceptible de favoriser la relance de l'investissement (réduction du coût du crédit), et qu'elle augmente la préférence pour le présent des ménages, lesquels peuvent alors accroître leur propension à consommer.

Pourtant, la diminution des taux d'intérêt conduit plus sûrement les agents à se tourner vers le marché boursier. Ainsi, *“la première baisse des taux directeur d'un demi-point, le 3 janvier, a remis les indices au beau fixes [...]”*<sup>52</sup> Pourtant le 23 janvier, A. Greenspan évoquait le “ralentissement très spectaculaire de la croissance américaine”. En ce début d'année 2001, les quotidiens annoncent régulièrement des licenciements massifs aux Etats-Unis, si bien qu'il est difficile de ne pas rapprocher l'expérience américaine récente de celle du Japon : *“Même s'il est difficile à identifier, le cas du Japon apparaît un peu comme un cas d'école où la constitution d'une bulle financière et immobilière a tout de même été favorisée par une politique monétaire extrêmement accommodante.”*<sup>53</sup>

#### *La hausse des prix d'actifs, une conséquence de l'orthodoxie monétaire ?*

La comparaison du taux d'intérêt nominal à long terme et du taux de croissance nominal (graphique 4) illustre l'idée que l'endettement dit externe des firmes est fondamentalement insoutenable.<sup>54</sup>

#### Graphique 4 : Comparaison des taux d'intérêt nominaux et de la croissance nominale du PIB.

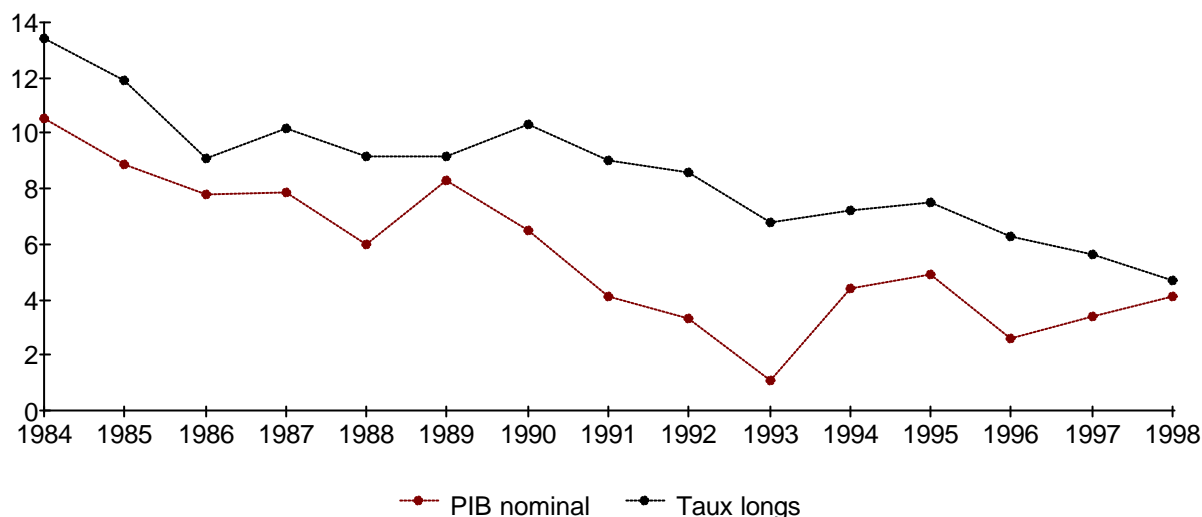
---

<sup>51</sup> PATAT, J.-P., [2000], “La stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales”, *Bulletin de la Banque de France*, n°84, décembre, p. 49.

<sup>52</sup> Reportage de S. KAUFFMANN dans “Le Monde” daté du samedi 25 janvier 2001, p. 17.

<sup>53</sup> JAILLET, P. et SICSIC, P. [1998], Op. cit., p. 90.

<sup>54</sup> Voir ARTUS, P. [1998], “Les entreprises françaises vont-elles recommencer à s'endetter ?”, *Revue d'économie financière*, n°46, mars, pp. 143-162. L'auteur parle de l'effet boule de neige pour illustrer le caractère insoutenable de l'endettement des firmes.



Données : O.C.D.E. [2000], Op. Cit. et Statistiques Financières du FMI.

Pour les firmes, le phénomène de l'effet boule de neige, lié à cet écart entre les taux longs et la croissance du PIB, nécessitait un relèvement des marges de manière à renforcer leur fonds propres. S'en est suivi une vague de restructuration des firmes qui serait la cause majeure des relèvements des cours boursiers.<sup>55</sup>

Face au renchérissement du coût du crédit, les firmes ont donc intensifié leur accumulation financière de manière à atteindre une certaine autonomie, que l'on peut appréhender à l'aide du ratio mesurant l'autofinancement. La thèse du rationnement du crédit émanant des institutions bancaires<sup>56</sup> n'a donc pas de portée explicatives des faits.<sup>57</sup> Ce sont les firmes qui se sont elles-mêmes rationnées, avec tout ce que cela implique en matière de croissance et de chômage.

La hausse des cours boursiers liée au développement des participations croisées a suscité un engouement auprès des fonds de placements, notamment anglo-saxons. En conséquence, la hausse s'est poursuivie sans toutefois toucher une part élevée des ménages français. Des raisons institutionnelles, le régime de retraite par répartition par exemple, expliquent la moindre hausse des cours boursiers français par rapport aux cours boursiers américains.<sup>58</sup>

La forte hausse des cours boursiers, c'est-à-dire la bulle spéculative, peut donc s'interpréter comme une conséquence de la politique monétaire orthodoxe des années quatre-vingt.<sup>59</sup>

<sup>55</sup> On rencontre cette thèse notamment dans un article de PASSET, O. [1999], "Menace américaine sur l'équilibre financier mondial", *Revue de l'OFCE*, n°68; janvier, pp. 165-192. Le processus de restructuration des firmes semble prendre une ampleur importante en France en 1993 (voir graphique 3).

<sup>56</sup> STIGLITZ, J. et WEISS, A. [1981], "Credit Rationing in Markets with Imperfect Competition", *American Economic Review*, vol. 71, n°3, pp. 393-410.

<sup>57</sup> Voir CORDIER, J. et SICSIC, P. [1998], "Endettement des entreprises et banques : peut-on parler d'un rationnement du crédit ?", *Revue d'économie financière*, n°46, mars, pp. 163-174.

<sup>58</sup> A cet égard, le débat sur l'épargne salariale devrait s'opérer sans que soit oublié un aspect élémentaire : les derniers arrivés sur le marché boursiers sont les premiers à réaliser des moins-values.

<sup>59</sup> La réforme des marchés financiers n'a pas conduit à généraliser le financement des investissements par le marché (voir supra). L'objectif de limitation des agrégats monétaires ou liquides paraît difficilement justifiable s'il ne conduit pas à stimuler la procédure d'investissement par le marché.

## **Conclusion.**

L'objet de ce travail était de montrer que si la recherche de l'impact de la hausse des prix d'actifs sur l'économie réelle est un exercice susceptible de déboucher sur quelques pistes intéressantes, c'est surtout l'analyse de l'impact de l'économie réelle sur les prix d'actifs qui offre la meilleure grille de lecture des faits dans leur globalité.

La déflation obtenue par une forte hausse des taux d'intérêt dans un contexte déjà caractérisé par une faible croissance a conduit les firmes à développer leurs participations croisées et une importante accumulation financière. Cet élément a conduit à l'émergence d'une bulle spéculative. Cette dernière constitue donc une manifestation de l'aversion des firmes à l'égard du risque, c'est-à-dire de l'endettement externe. Cette aversion à l'égard du risque ne paraît pas compatible avec le retour des économies sur le chemin d'une véritable croissance.

La relativement forte progression du PIB récemment observée au Etats-Unis s'explique par la diminution du taux d'épargne des ménages. Elle ne traduit pas nécessairement un comportement dynamique des firmes.

On peut supposer qu'une croissance solide, fondée sur l'accumulation du capital fixe, requiert un endettement des firmes. Toutefois, diverses écoles théoriques entrevoient la possibilité d'une suraccumulation du capital susceptible de remettre en cause ce mode de croissance.

Il faut également indiquer qu'à notre connaissance, aucune théorie n'attribue aux ménages le rôle "d'agent endetté". Ce mode de croissance caractérisant les Etats-Unis de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix semble du reste connaître ses dernières heures de gloires.

Enfin, la croissance des pays de la zone euro repose sur l'endettement du reste du monde, en l'occurrence les Etats-Unis. Si une récession survenait dans ce pays, les limites de ce mode de croissance apparaîtraient sans doute au grand jour. On peut ajouter qu'un tel mode de croissance nécessite un ou plusieurs pays dont les balances commerciales sont structurellement déficitaires, ce qui présuppose une source d'endettement à l'intérieur même de ces pays endettés.

## **Bibliographie.**

ARTUS, P. [1998], "Les entreprises françaises vont-elles recommencer à s'endetter ?", *Revue d'économie financière*, n°46, mars, pp. 143-162.

ARTUS, P. [2000], "Faut-il introduire les prix d'actifs dans la fonction de réaction des banques centrales ?", *Revue d'économie politique*, 110 (6), nov.-dec., pp. 787-807.

BAUDCHON, H. et CHAUVIN, V. [1999], "Les cigales épargnent-elles ? Une comparaison des taux d'épargne français et américain", *Revue de l'OFCE*, n°68, janvier, pp. 127-164.

BARRO, R. [1990], "The Stock Market and Investment", *The Review of Financial Studies*, vol. 3, n°1, pp. 115-131.

BERNANKE, B. et GERTLER, M. [1995], "Inside the Black Box : the Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n°4, pp. 27-48.

BLANCHARD, O., CHANGYONG, R. et SUMMERS, L. [1993], "The Stock Market, Profit and Investment.", *Quarterly Journal of Economics*, n°108(1), pp. 115-136.

BOND, S. et CUMMINS, J. [2000], "The Stock Market and Investment in the New Economy : Some Tangible Facts and Intangible Fictions", *Brookings Papers on Economic Activity*, n°1, pp. 61-124.

BONNET, X. et DUBOIS, E. [1995], "Peut-on comprendre la hausse imprévue du taux d'épargne des

ménages depuis 1990 ?”, *Economie et Prévisions*, n°121, pp. 39-58.

CONSEIL NATIONAL DU CREDIT ET DU TITRE, [1999], Le financement de l'entreprise, Publication de la Banque de France, janvier.

CONSEIL NATIONAL DU CREDIT ET DU TITRE, [2000], Rapport annuel 1999, Publication de la Banque de France, 4<sup>e</sup> trimestre.

CORDIER, J. et SICISIC, P. [1998], “Endettement des entreprises et banques : peut-on parler d'un rationnement du crédit ?”, *Revue d'économie financière*, n°46, mars, pp. 163-174.

DAVYDOFF, D. et FACQ, J.-M. [1988], “L'intégration des flux et des patrimoines financiers en comptabilité nationale”, in Archambault, E. et Arkhipoff, O., Nouveaux aspects de la comptabilité nationale, Economica, Paris.

DELBREIL, M. et PARANQUE, B. [2001], “Le financement des entreprises en Europe de 1986 à 1996”, *Bulletin de la Banque de France*, n°85, janvier, pp. 75-95.

FRIEZ, A. et BRANTHOME, P. [2000], “Les tableaux d'opération financières 1995-1998 en base 95”, *Bulletin de la Banque de France*, n°75, mars, pp. 55-75.

GARMILIS, A. [1999], “L'évolution de la comptabilité permettra-t-elle d'exprimer la création de valeur ?”, *La revue du financier*, n° 120, pp. 18-26.

GRIMAUD, A. [1999], Analyse macroéconomique, Montchrétien, Paris

GRUNSPAN, T. [1998], “Vingt ans de prix d'actifs”, *Bulletin de la Banque de France*, n°59, novembre, pp. 109-125.

HUBBARD, G. [1998], “Capital Market Imperfections and Investment”, *Journal of Economic Literature*, 36(1), pp. 193-225.

INSEE, [2000], Comptes et indicateurs économiques, Economie Générale, n°187-188, juillet.

JAILLET, P. et SICISIC, P. [1998], “Prix d'actifs, relations avec les facteurs de la demande de crédit : quelques implications pour la politique monétaire”, *Bulletin de la Banque de France*, n°53, mai, pp. 81-91.

KENNEDY, M., PALERM, A., PIGOTT, C. et TERRIBILE, F. [1998], “Asset Prices and Monetary Policy”, *OECD Working Papers*, n° 188, février.

LE MASNE, P. [2000], “Puissance du capital financier, profit et activité en France”, *Economie Appliquée*, tome LIII, n°3, pp. 87-115.

LEONARD, J. [1997], “Evaluation des actifs financiers : le rôle-clé de la liquidité”, *Document de recherche du G.R.I.E.F.*, n°1997-12, Université de Poitiers.

LEV, B. et ZAROWIN, P. [1999], “The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them”, *Journal of Accounting Research*, 37(2), pp. 353-385.

MATRAY, L. [1992], “L'impérieuse nécessité des fonds propres”, *Revue d'économie financière*, printemps, n°20, pp. 3-27.

O.C.D.E. [1998], “Les valeurs actionariales et le marché du contrôle des entreprises dans les pays de l'O.C.D.E.”, *Tendances des marchés de capitaux*, n°69, février, p.15-42.

O.C.D.E. [2000], “La politique monétaire dans un environnement financier en mutation”, *Perspectives Economiques de l'O.C.D.E.* n° 67, pp. 247-261.

- PASSET, O. [1999], “Menace américaine sur l'équilibre financier mondial”, *Revue de l'OFCE*, n°68; janvier, pp. 165-192.
- PATAT, J.-P. [2000], “La stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales”, *Bulletin de la Banque de France*, n°84, décembre, pp. 49-61.
- POTERBA, J. et SAMWICK, A. [1995], “Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n°2, pp. 295-372.
- POTERBA, J. [2000], “Stock Market Wealth and Consumption”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n°2, Spring, pp. 99-118.
- STIGLITZ, J. et WEISS, A. [1981], “Credit Rationing in Markets with Imperfect Competition”, *American Economic Review*, vol. 71, n°3, pp. 393-410.
- VILLA, P. [1996], “La fonction de consommation sur longue période en France”, *Revue économique*, vol 47, n°1, janvier