



Bilans des sociétés et politique macroéconomique

Dans de nombreux pays, en particulier les plus éprouvés par la crise asiatique, les autorités s'intéressent de plus en plus aux relations entre les bilans des sociétés et la macroéconomie du pays. Comment peuvent-elles évaluer avec le plus d'efficacité les problèmes du secteur des sociétés et éviter les crises ou y remédier?

Dale F. Gray et Mark R. Stone

TRADITIONNELLEMENT, les banques centrales et les ministères des finances se préoccupent essentiellement des indicateurs macroéconomiques et, dans une moindre mesure, du secteur financier. Aujourd'hui, sous le triple effet du lourd endettement des sociétés, de la grande instabilité des flux de capitaux et de la restructuration de sociétés, de nouveaux problèmes se posent aux responsables des politiques macroéconomiques et structurelles de nombreuses nations. Quels moyens analytiques et opérationnels peuvent-ils utiliser pour établir l'ampleur des problèmes de leurs sociétés et définir au besoin les mesures nécessaires pour éviter les crises ou éliminer leurs séquelles?

Les interactions

Le secteur des sociétés et la macroéconomie s'influencent mutuellement. D'une part, l'évolution macroéconomique peut influencer sur la santé du secteur des sociétés, surtout si les sociétés ont un ratio dette/fonds propres très élevé et si elles travaillent dans un contexte qui ne favorise pas leur saine gestion.

• Les variations des taux d'intérêt mondiaux et des primes de risque-pays peuvent modifier considérablement les charges d'emprunt des sociétés grevées de dettes extérieures.

• La dépréciation rapide d'une monnaie peut alourdir le service de la dette des sociétés ayant des dettes extérieures élevées, déstabiliser le secteur des sociétés, voire menacer la viabilité de nombre d'entre elles.

• Si les sociétés ont de lourdes dettes à court terme en devises, la macroéconomie devient plus vulnérable à la dépréciation de la monnaie et aux brusques sorties de capitaux.

• Une politique monétaire restrictive et des taux d'intérêt élevés, que l'on a utilisés pour freiner la dépréciation rapide de la monnaie, exercent sur la demande intérieure et les prêts bancaires une action préjudiciable qu'amplifie le haut niveau d'endettement des sociétés, ce qui peut accentuer la dégradation financière des sociétés.

D'autre part, le secteur des sociétés peut exercer divers effets sur la situation macroéconomique :

• La restructuration de sociétés surendettées qui cherchent à rester à flot financièrement peut accentuer la décélération de l'activité en déclenchant une braderie d'actifs et une forte contraction de l'investissement. Dans l'Asie d'après la crise, la contribution de l'investissement au PIB réel des pays les plus endettés est très fortement négative (tableau 1).

Tableau 1
Asie de l'Est : investissement et croissance du PIB réel
 (pourcentage)

	1998
Corée	
Investissement, croissance réelle	-26,8
Croissance du PIB réel	-5,5
Investissement, contribution à la croissance du PIB réel	-9,3
Hong Kong (région administrative spéciale)	
Investissement, croissance réelle	-5,1
Croissance du PIB réel	-5,2
Investissement, contribution à la croissance du PIB réel	-13,6
Indonésie	
Investissement, croissance réelle	-46,6
Croissance du PIB réel	-13,7
Investissement, contribution à la croissance du PIB réel	-14,4
Malaisie	
Investissement, croissance réelle	-40,5
Croissance du PIB réel	-6,9
Investissement, contribution à la croissance du PIB réel	-19,1
Philippines	
Investissement, croissance réelle	-17,1
Croissance du PIB réel	-0,5
Investissement, contribution à la croissance du PIB réel	-4,5
Singapour	
Investissement, croissance réelle	1,5
Croissance du PIB réel	-4,7
Investissement, contribution à la croissance du PIB réel	3,6
Taiwan (province chinoise de)	
Investissement, croissance réelle	4,9
Croissance du PIB réel	5,5
Investissement, contribution à la croissance du PIB réel	20,6
Thaïlande	
Investissement, croissance réelle	-37,0
Croissance du PIB réel	-8,0
Investissement, contribution à la croissance du PIB réel	-13,2

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, mai 1999 (Washington)

- Une compression du crédit aux sociétés due à la sous-capitalisation des banques peut forcer les pouvoirs publics à modifier leurs priorités budgétaires pour dégager des fonds en vue d'une recapitalisation.

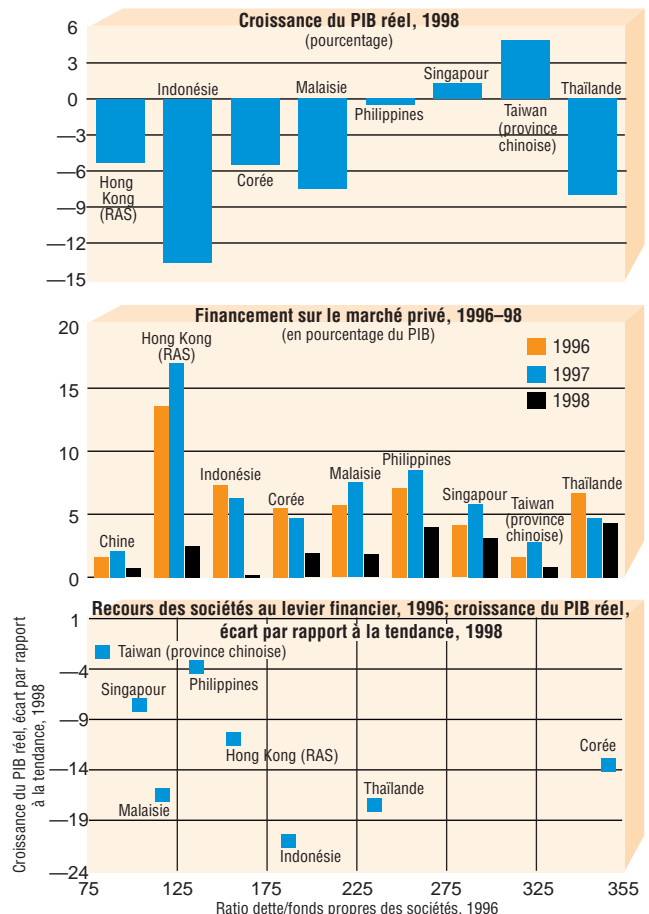
- Si le secteur des sociétés devient insolvable, la baisse de l'investissement et le long laps de temps nécessaire pour restructurer les sociétés peuvent être nettement préjudiciables à la croissance.

Approches analytiques

Avant la crise asiatique, les interactions entre les bilans des sociétés et la macroéconomie ne suscitaient guère d'analyses, à l'exception notable de la privatisation et des résultats des sociétés d'État, avec des implications importantes pour les recettes publiques et la croissance globale, en particulier dans les pays en transition (Gray, 1995). En outre, on constatait que le lourd endettement des sociétés renforçait l'impact économique des variations de taux d'intérêt provoquées par la politique monétaire (Bernanke et Gertler, 1995).

Récemment, la crise asiatique a mis à jour de nouveaux problèmes pratiques, et de nouvelles approches analytiques ont été recherchées en conséquence. La plupart d'entre elles visent à étudier la chute de l'activité que peut provoquer l'interruption des entrées massives de capitaux étrangers dans un secteur des sociétés surendetté. En Asie de l'Est, la con-

Graphique 1
Asie de l'Est : croissance réelle, entrées de capitaux et recours des sociétés au levier financier



Sources : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*; Stijn Claessens et al., «East Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade» (document non publié, Banque mondiale, 1998)

traction du PIB réel a été très marquée en 1998 après l'arrêt de l'afflux de capitaux privés (voir les deux panneaux supérieurs du graphique 1). En outre, l'endettement des sociétés et la croissance semblent inversement proportionnels, ce qui tendrait à montrer que le recul brutal du financement étranger s'est étendu rapidement à l'économie intérieure (graphique 1, panneau inférieur).

Les ventes d'actifs et la baisse de l'investissement de sociétés surendettées qui luttent pour rester à flot financièrement lorsque se ralentissent les entrées de capitaux peuvent aider à expliquer les différences frappantes entre les taux réels de croissance intérieure constatés en Asie après la crise (Kim et Stone, 1999). Comme les sociétés en difficulté financière sont susceptibles de brader des actifs et de comprimer leur investissement, les pays dont les sociétés sont plus endettées enregistreront généralement un ralentissement économique plus accusé. Une autre nouvelle approche s'intéresse au lien entre la modification du compte des transactions courantes et les bilans des sociétés : une interruption des entrées de capitaux peut nécessiter un redressement marqué du solde de ce compte, ce qui exige une dépréciation de la monnaie et un repli de la production. Ces ajustements peuvent affaiblir davantage les bilans des sociétés, d'où un cercle vicieux qui risque d'aggraver le ralentissement économique (Krugman, 1999).

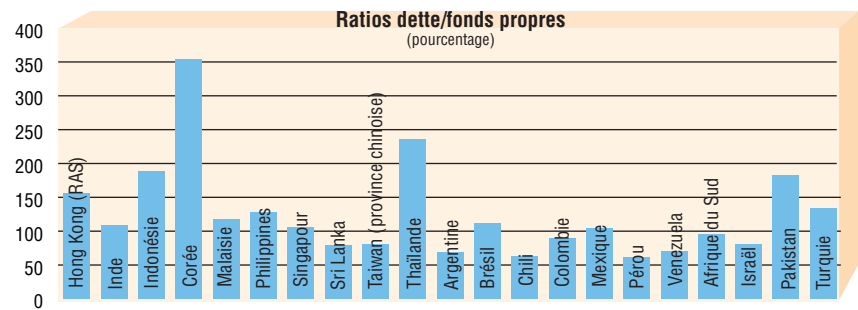
Moyens pratiques

Les pouvoirs publics ont besoin de moyens d'analyse pour comprendre et résoudre les problèmes qu'entraînent le lourd endettement des sociétés, la forte instabilité des flux de capitaux et la restructuration de sociétés, de même que pour aider les marchés et les investisseurs à mieux connaître les risques correspondants. Trois moyens sont utilisés couramment pour déterminer les liens entre les bilans des sociétés et la macro-économie. Le premier consiste en de simples indicateurs financiers — tels que les ratios dette/fonds propres, dette/actifs des sociétés — qui servent à donner une idée approximative de la vulnérabilité des sociétés aux chocs macroéconomiques. Ainsi, en Asie de l'Est, le ratio dette/fonds propres était fort élevé eu égard aux niveaux internationaux avant la récente crise, ce qui tend à indiquer que les sociétés de cette région étaient effectivement mal armées pour résister aux chocs macroéconomiques (voir les graphiques 1 et 2).

Les simulations de bénéfices de l'entreprise sont un second moyen d'évaluer les effets qu'exercent sur la rentabilité les modifications de variables financières clés. Les bénéfices courants sont simplement les recettes d'exploitation *moins* les coûts d'exploitation et le coût du service de la dette intérieure et extérieure. Au moyen de la relation de rentabilité, il est facile d'évaluer l'impact sur les bénéfices courants des variations des taux d'intérêt intérieurs et étrangers ou du taux de change, ainsi que des réductions de valeur des dettes. Dans les pays d'Asie fortement endettés, les simulations de bénéfices effectuées par la Banque mondiale montrent que la hausse des taux d'intérêt intérieurs et les dépréciations de la monnaie déclenchées par la crise ont entraîné des pertes excédant les fonds propres dans le cas d'une grande partie des sociétés. Quoique pratiques et très fréquemment utilisées, les simulations de bénéfices ne portent que sur l'effet des modifications macroéconomiques durant la période *en cours*, à l'exclusion des périodes *à venir*.

On peut aussi recourir à un troisième outil, l'estimation de la valeur économique (EVE) dans le cas du secteur des sociétés. Il s'agit d'une approche analogue à celle qu'utilisent les banques d'affaires et les investisseurs pour analyser les fonds propres de chaque société, mais elle peut aussi s'appliquer ici à l'ensemble du secteur pour l'analyse de la politique économique (Gray, 1999). La relation que l'EVE établit entre les bilans des sociétés et la politique macroéconomique porte non seulement sur la période actuelle, mais aussi sur les périodes à venir. Cette méthode repose sur l'idée que la valeur économique du secteur des sociétés équivaut à la valeur actuelle des bénéfices accumulés et des investissements effectués aujourd'hui et à l'avenir, ajustée au moyen des taux d'actualisation corrigés du risque

Graphique 2
Recours des sociétés au levier financier, 1996



Source : Stijn Claessens *et al.*, «East Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade» (document non publié, Banque mondiale, 1998)

Graphique 3
Impact des facteurs extérieurs, des facteurs relatifs aux sociétés et des politiques et mesures de réforme sur les fonds propres des sociétés

Fonds propres des sociétés	Estimation de la valeur économique		Total de la dette	
	Valeur présente des opérations en cours	+ valeur présente des nouveaux investiss.	(- Dette intérieure)	(- Dette extérieure)
Hausse des taux d'intérêt mondiaux et de la prime de risque-pays	⬇	⬇		
Dépréciation du taux de change ¹				⬇
Hausse des taux d'intérêt intérieurs ou contraction du crédit	⬇	⬇	⬇	
Restructuration des sociétés	⬆	⬆	⬆	⬆

Source : Gray (1999)

Note : (⬆) = une hausse; (⬇) = une baisse.

¹ La dépréciation du taux de change peut avoir un impact indirect sur l'estimation de la valeur économique.

appropriés. Les facteurs de ces taux sont les variations des primes de risque-pays, des taux d'intérêt intérieurs et des primes de risque de fonds propres, tous facteurs sur lesquels influent les conditions macroéconomiques. La santé du secteur des sociétés est évaluée au moyen des fonds propres totaux, exprimés sur la base de la marge brute d'autofinancement, qui sont simplement l'estimation de la valeur économique *moins* l'encours de la dette intérieure et extérieure.

Le graphique 3 décrit l'impact qu'exercent sur les fonds propres des sociétés l'évolution et la politique macroéconomiques, ainsi que les réformes et les restructurations de sociétés. Une hausse des taux d'intérêt mondiaux, de la prime de risque-pays ou des taux d'intérêt intérieurs fait augmenter le coût du capital pour les sociétés et réduit donc la valeur des fonds propres. À l'inverse, la restructuration du secteur des sociétés réduit le coût du capital et accroît la rentabilité

Tableau 2
Corée et Indonésie : variations des fonds propres estimés du secteur des sociétés

(en pourcentage du PIB de 1998)

	Corée	Indonésie
Dépréciation du taux de change de 50 %	-9	-21
Hausse de 8 % par an de la prime de risque-pays	-7	-2
Annulation de 40 % de la dette	30	20

Source : estimations des auteurs

Note : Les valeurs de la dette et les taux de change sont des chiffres effectifs, mais les autres composantes sont estimées. Les calculs à l'origine de ces chiffres seront communiqués par les auteurs sur demande.

tout en allégeant le plus souvent l'endettement, d'où une hausse de la valeur des fonds propres. La valeur des fonds propres peut être diminuée par une dépréciation du taux de change, qui majore la valeur en monnaie nationale des dettes extérieures non couvertes.

Le tableau 2 illustre l'EVE au moyen de données relatives à la Corée et à l'Indonésie. L'impact d'une dépréciation de la monnaie est plus sensible dans le cas de l'Indonésie que dans celui de la Corée, car la dette extérieure de l'Indonésie est plus élevée. L'augmentation de la prime de risque-pays au cours d'une année majore le coût moyen pondéré du capital et diminue la valeur actuelle estimée des fonds propres. La diminution estimée des fonds propres des sociétés est un peu plus grande en Corée qu'en Indonésie, car leur valeur est plus élevée dans le premier pays. L'impact d'une réduction de la dette sur la valeur estimée des fonds propres est plus marqué en Corée, dont les sociétés sont plus fortement endettées.

Ces trois outils permettent de faire ressortir la vulnérabilité initiale du secteur des sociétés et la dynamique d'une crise. Ils peuvent contribuer au débat actuel sur la crise asiatique : est-elle le résultat d'une contagion financière évitable ou la conséquence inévitable d'un recours excessif au levier financier? Selon le premier point de vue, le secteur des sociétés asiatiques était sain initialement et les crises intérieures étaient essentiellement des crises de liquidité dues aux effets combinés d'une réglementation médiocre des institutions financières, du panurgisme et de la panique des investisseurs. Selon le second point de vue, une partie significative de ce secteur recourait par trop à l'effet de levier et se trouvait dans une très mauvaise situation financière; dès que les investisseurs l'ont vu, ils se sont retirés, et leur retrait a déclenché la crise. Selon un autre point de vue, une grande partie du secteur des sociétés, de même que de nombreuses institutions financières, était dans une situation financière précaire avant la crise, et des indicateurs faisaient état de sa grande vulnérabilité à divers chocs, tels que la dépréciation monétaire et la hausse des taux d'intérêt. Les dirigeants économiques peuvent utiliser ces outils, et d'autres instruments, pour améliorer leur compréhension de la crise.

L'analyse microéconomique avait fourni des indices de la très grande fragilité financière dont souffraient beaucoup de sociétés d'Asie avant la crise. Mais ces indications n'avaient pas été synthétisées et intégrées à l'analyse macroéconomique d'une manière qui aurait permis de déceler les graves conséquences macroéconomiques que pouvait avoir cette vulnérabilité, ainsi que les risques correspondants. Ce qui s'est passé récemment en Asie de l'Est témoigne que les outils disponibles peuvent permettre de mieux comprendre les relations entre les bilans des sociétés et l'évolution macroécono-



M. Dale F. Gray, qui a travaillé précédemment au Département Europe II et au Département des finances publiques du FMI, est économiste principal au Département Développement du secteur privé de la Banque mondiale.



M. Mark R. Stone est économiste principal au Département Asie et Pacifique du FMI.

mique. Les indicateurs financiers ont montré que les pays asiatiques étaient plus exposés que d'autres aux chocs macroéconomiques. Les simulations de bénéfices ont fait ressortir les graves conséquences pour les bilans des chocs de ce type provoqués par la crise. L'utilisation du modèle EVE indique comment des chocs effectifs ou virtuels peuvent ébranler un secteur des sociétés vulnérable. L'emploi de ces instruments permet d'accroître la surveillance des pays exposés aux entrées de capitaux instables. En outre, des données précises et récentes sur le secteur des sociétés sont indispensables à l'application de ces outils et à l'amélioration de la surveillance.

Conclusion

Les relations entre les bilans des sociétés et les faits macroéconomiques qui ont été révélés par l'instabilité croissante des flux de capitaux dans les années 90 posent de nouveaux problèmes aux pouvoirs publics. Pour y remédier, des approches analytiques et des outils sont conçus, et leur affinement devrait aider les responsables à définir et adopter des mesures à court terme aussi bien qu'à long terme qui pourraient aider à réduire les risques de crise et de déstabilisation. Parmi ces mesures, on citera l'amélioration du cadre de l'insolvabilité, de l'administration des entreprises, de la gestion des actifs et des risques, des politiques relatives aux flux de capitaux à court terme et d'autres mesures préventives aux niveaux macro- et microéconomique. En appliquant ces outils à des données précises et récentes, les pouvoirs publics pourront mieux déceler la fragilité du secteur des sociétés avant qu'une crise se fasse jour et définir les moyens de réduire les risques de crise grave, et résoudre les problèmes qu'entraîne un recours excessif des sociétés au levier financier. **F&D**

Lectures recommandées :

Ben Bernanke et Mark Gertler, «*Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission*», *Journal of Economic Perspectives*, volume 9 (automne 1995), pages 27-48.

Dale Gray, «*Reforming the Energy Sector in Transition Economies*», document de synthèse n° 296 de la Banque mondiale (Washington, 1995).

—, «*Assessment of Corporate Sector Value and Vulnerability: Links to Exchange Rate Crises and Financial Crises*», à paraître en 1999 dans la série des documents techniques de la Banque mondiale.

Se-jik Kim et Mark R. Stone, «*Corporate Leverage, Wasteful Capital Sales, and Output Adjustment in East Asia*» (non publié, *Fonds monétaire international*, 1999).

Paul Krugman, «*Balance Sheets, Financial Crises, and the Transfer Problem*», <http://web.mit.edu/krugman/www/whatsnew.html>, janvier 1999.