

**TABLEAU COMPARE DES FLUX DE
FINANCEMENT DES ENTREPRISES PRIVEES
EN BELGIQUE ET AUX ETATS-UNIS**

**CONTRIBUTION A L'ETUDE DES RELATIONS
DE PROPRIETE ET DE POUVOIR**

par Bernard SNOY

Document de travail du CRIDE n° 704

TABLEAU COMPARE DES FLUX DE
FINANCEMENT DES ENTREPRISES PRIVEES EN BELGIQUE
ET AUX ETATS-UNIS

CONTRIBUTION A L'ETUDE DES RELATIONS DE
PROPRIETE ET DE POUVOIR

par Bernard Snoy °

INTRODUCTION

Comparer les flux de financement de la formation brute de capital des entreprises privées en Belgique et aux Etats-Unis est une vaste recherche dont seules les grandes lignes peuvent être esquissées dans le cadre de cette étude. Une telle comparaison met en effet en cause toute une série de structures propres aux deux pays : structure des soldes financiers des groupes d'agents économiques, composition typique de l'épargne des ménages, principaux canaux assurant l'intermédiation financière, importance respective des diverses formes de financement, position relative des agents économiques intervenant dans le financement des entreprises.

Nous discuterons successivement chacune de ces structures afin d'en dégager les aspects les plus caractéristiques. Rassemblant tous les éléments de notre "puzzle", nous établirons pour la Belgique, puis pour les Etats-Unis, un tableau synthétique des flux financiers ayant pour aboutissement la formation de capital des entreprises privées. Dans nos conclusions, nous insisterons sur la portée des tendances relevées quant à la relation entre pouvoir et propriété privée des moyens de production.

Plus fructueuse qu'une analyse en termes d'avoirs ou de stocks, un tableau des flux financiers assurant le passage de l'épargne à l'investissement éclaire la signification contemporaine de la propriété privée des moyens de production.

° L'auteur est titulaire d'un mandat d'aspirant du FNRS et poursuit ses recherches à Harvard University. La présente étude est une synthèse des données et des réflexions développées dans les structures du financement des entreprises privées en Belgique et aux Etats-Unis, mémoire que l'auteur a présenté en vue de l'obtention du grade de licencié et maître en sciences économiques, Louvain, 1969. Il remercie les professeurs A. Kervyn et A. Jacquemin qui ont bien voulu diriger ce mémoire.

Il est permis en effet de voir dans l'ensemble des biens de production faisant l'objet d'une appropriation privée intégrale à travers le temps de la formation de capital effectuée par les entreprises privées ; ce dernier flux est plus facile à mesurer que la valeur du stock global. De même, au lieu de tenter d'évaluer les composantes du patrimoine des agents économiques, l'on peut étudier plutôt la structure des "franges nouvelles" qui viennent s'y adjoindre. Ces "franges nouvelles" peuvent être identifiées, en première approximation, à l'épargne des différents agents économiques. En effet, le patrimoine des agents économiques s'agrandit essentiellement de la partie non consommée de leurs revenus, c'est-à-dire, de leur épargne. Mais cette épargne ne reste pas oisive. Elle finance la formation brute de capital de l'ensemble de l'économie et s'égale tendanciellement à son montant. Les entreprises étant les agents économiques dont la formation brute de capital est la plus importante, ce sont elles aussi qui absorbent la plus grande part de l'épargne globale. Les canaux par lesquels cette épargne parvient aux entreprises définissent des "structures de financement".

Trois types de flux peuvent acheminer l'épargne vers la formation brute de capital des entreprises :

- des flux internes au secteur même des entreprises, il s'agit des amortissements et des bénéfices non distribués des entreprises qui leur permettent de financer elles-mêmes leur formation brute de capital. Ces flux constituent un "autofinancement".

- des flux en provenance directe d'autres secteurs, non financiers, c'est-à-dire, d'autres agents économiques ayant une épargne propre (les ménages et subsidiairement l'étranger et l'Etat).

- des flux allant des agents économiques qui épargnent aux entreprises par le canal de l'intermédiation financière. Les intermédiaires financiers ont entre autres pour mission de transformer l'épargne financière des ménages constituée sous forme d'actifs répondant à leurs préférences propres, en créances (sensu lato) appropriées aux besoins de financement des entreprises.

Dans une première partie, nous avons voulu chiffrer ces flux pour l'économie belge, au cours de la période 1961- 1964 (1). Afin de faire ressortir le caractère spécifique des structures belges de financement, nous examinerons, dans une seconde partie, les structures du financement des entreprises américaines. Enfin, la troisième partie de notre étude esquisse les rapports qui existent entre, d'une part les structures de financement, leur institutionnalisation et leur forme juridique, d'autre part, les relations de pouvoir entre agents économiques.

PREMIERE PARTIE.

Structure du financement des entreprises privées en Belgique.

Section 1. Constellation des soldes financiers propre à la Belgique.

Le point de départ de notre recherche a été un tableau général ventilé par secteurs des opérations en capital de la nation. De ce tableau que nous avons établi pour la période 1961-1964 sur base des données de l'Institut National de Statistique, et de la Banque Nationale de Belgique, nous ne retiendrons ici que les données essentielles : formation brute de capital, épargne brute et solde financier (2).

(1) Banque Nationale de Belgique, Bulletin d'Information et de Documentation, Septembre 1967. p. 228-233.

Nous avons choisi cette période parce-qu'elle est la seule pour laquelle la Banque Nationale de Belgique ait établi une ventilation du mouvement des créances et des dettes des ménages et des entreprises. Or, cette statistique nous était indispensable, notamment pour chiffrer la contribution des ménages au financement.

(2) Pour une discussion approfondie du tableau I, nous renvoyons le lecteur à notre mémoire. Bernard SNOY, Les Structures du Financement des Entreprises en Belgique et aux Etats-Unis, Louvain, 1969, p. 6-22.

TABLEAU I.

Répartition par secteurs des opérations en capital de la nation.
Flux cumulés 1961-1964 en milliards de francs belges.

Secteurs	Formation brute de capital	Epargne brute	Capacité (+) ou Besoin (-) de Financement.
1. Ménages	136,4	293,1	156,7
2. Entreprises privées non financières et paraétatiques d'exploitation.	376,2	282,6	-93,6
3. Etat	78,2	7,6	-70
4. Etranger	- 0,2	-	0,2
5. Intermédiaires financiers	6,8	12,1	5,3
6. Total	597,4	597,4	-

Ce tableau fait ressortir un certain nombre de leçons fondamentales:

Les ménages ont une formation brute de capital fortement inférieure à leur épargne. Ils ont donc une large capacité de financement. Celle-ci s'élève à 158,7 milliards pour les quatre années, ou près de 40 milliards par an, soit plus de la moitié de leur épargne brute. C'est donc essentiellement aux ménages que s'adresseront les agents économiques en déficit.

Aux ménages il faut ajouter les intermédiaires financiers dont l'épargne couvre entièrement la formation brute de capital et qui disposent dès lors d'un excédent (5,3 milliards pour les années 1961 à 1964) qu'ils peuvent également mettre à la disposition des agents économiques en déficit.

Parmi-ceux-ci, l'Etat, sans être le secteur le plus déficitaire, s'est taillé une place considérable. Le besoin de financement de l'Etat. Il s'est élevé à 70,6 milliards pour les quatre années, soit 17,8 milliards par an et a absorbé plus de 40% de la capacité de financement des ménages et des intermédiaires financiers.

Mais, c'est sur le besoin de financement des entreprises privées non financières et des paraétatiques d'exploitation que notre analyse doit se centrer. La formation brute de capital de ce secteur dépasse d'environ un quart son épargne globale. Son besoin de financement est le plus élevé ; il se monte à 93,6 milliards pour les quatre années, soit 23,4 milliards de moyenne par année, ce qui par rapport à des grandeurs macro-économiques comme la valeur ajoutée de ce secteur ou le produit national brut est très considérable.

Une comparaison avec les entreprises américaines fera ressortir plus loin à quel point le besoin de financement des entreprises belges dépasse, toute proportion gardée, celui de leurs homologues américaines. Nous ne discuterons pas ici des raisons de l'importance du déficit des entreprises belges⁽¹⁾ mais il nous faut souligner les implications de ces soldes financiers pour les structures de l'épargne en Belgique. Le volume et les types des actifs financiers qui s'échangent sur le marché des capitaux se trouvent en effet influencés par l'importance du surplus des ménages et par celle du déficit des entreprises. Plus le déficit financier des entreprises est élevé relativement à leurs actifs, plus elles sont contraintes à recourir au financement en capital à long terme, et particulièrement en capital à risque sous peine d'une détérioration excessive de leur équilibre financier. Aussi le désir des entreprises de se financer par émissions d'actions sera-t-il en principe plus important par rapport à n'importe quelle autre grandeur économique en Belgique (et dans les autres pays du Marché Commun) qu'aux Etats-Unis par exemple. Nous verrons plus loin s'il en est ainsi, et sinon pourquoi. D'autre part, l'acheminement de la capacité considérable de financement des ménages européens pose un grave problème. Comment assurer que l'offre de fonds s'adapte à la structure particulière de la demande où les capitaux à risque et les capitaux à long terme tiennent une place de choix ?

(1) Voir à cet égard Alexandre Lamfalussy,
Les Marchés financiers en Europe, Paris, P.U.F., 1968, p. 73.

Sans intermédiaires financiers, cette adaptation paraît impossible, car elle supposerait que dans un pays comme la Belgique, les ménages acceptent, année après année, que l'accroissement net de leurs actifs financiers se compose à près de 60% de créances à long terme sur les entreprises privées, ces créances prenant pour partie la forme d'actions de sociétés industrielles et commerciales. Or, la connaissance des habitudes des ménages en matière de gestion de leurs portefeuilles démontre l'impossibilité de cette hypothèse.

En reconnaissant cette impossibilité, on pose en même temps ce que Alexandre Lamfalussy appelle " le problème spécifiquement européen de la transformation financière " (1). : à savoir la transformation du surplus financier des ménages en créances appropriées sur les entreprises privées.

Nous voudrions dans les pages qui suivent le processus de transformation financière exigé par les structures de financement des entreprises belges se répercute dans les positions respectives des différents acteurs du financement des entreprises : les entreprises elles-mêmes, les ménages, les divers types d'intermédiaires financiers et l'étranger.

Section 2. Epargne des entreprises et financement de leur formation brute de capital.

Les entreprises constituent elles-mêmes le premier et le principal agent du financement de leur formation brute de capital (formation brute de capital fixe plus variation des stocks). Etant donné les faiblesses du matériel statistique, une mesure précise de leur capacité d'autofinancement se révèle toutefois une tâche laborieuse. Partant des estimations de l'I. N. S. dont les totaux apparaissent au tableau I ci-dessus, nous avons tenté de les améliorer sur deux points:

(1) A. Lamfalussy, op. cit., p. 58.

- en incluant dans l'épargne des entreprises les bénéfices réservés des entreprises privées n'ayant pas la forme de société anonyme.
- en opérant une ventilation entre entreprises privées non-financières et paraétatiques d'exploitation.

Une confrontation des données corrigées avec les estimations proposées par la C. G. E. R. dans le cadre de son inventaire annuel de l'épargne nous a permis de calculer les limites entre lesquelles se sont vraisemblablement situées les capacités d'autofinancement des entreprises privées non financières pendant la période 1961-'64. Nous avons aussi pris en considération le problème de l'affectation de l'épargne brute de ces entreprises étant donné qu'une partie de celle-ci peut-être orientée à d'autres fins que la formation brute de capital, ce qui a pour conséquence un besoin accru de financement externe.

Ceci nous mène au tableau suivant qui se réfère aux seules entreprises privées non financières :

TABLEAU 2.

Autofinancement et besoin de financement extérieur des entreprises
privées non financières
Flux cumulés 1961-1964.

	en milliards de F. B.		en %	
	a	b (1)	a	b
1 Formation brute de capital	346, 1			
2. Epargne brute ou capacité brute de financement	202, 9	225, 5	59	65
3. Besoin de financement(1-2)	143, 2	120, 6	41	35
4. Augmentation des créances sur les autres secteurs	21, 9		6	
5. Flux intrasectoriel (autofinancement externe)	20, 2		6	
6. Autofinancement interne net (2-(4+5)	183, 4	160, 8	47	53
7 Besoin global de financement extérieur				
- pour le secteur (3+4)	165, 1	142, 5	47	41
- pour les entreprises prises individuellement (3+4+5)	185, 3	162, 7	53	47

(1) Les chiffres de la colonne a, sont basés sur des estimations de l'I. N. S. ,
ceux de la colonne b, sur celles de la Caisse Générale d'épargne et de
retraite. Pour plus de détails, voir notre mémoire, Bernard Sney,
op. cit. , p 24-54.

Il ressort du tableau 2 que prise en termes bruts, la capacité d'auto-
financement des entreprises a dû se situer entre 59 et 65% . ce qui
signifie inversement que le secteur des entreprises privées a dû se procurer
auprès des autres secteurs entre 35 et 41% du financement de sa formation
brute de capital. En fait, ces données brutes sousestiment l'importance
des besoins de financement des entreprises. En effet, une partie de leur
épargne brute est consacrée à l'augmentation de leurs créances sur les
autres secteurs, en particulier l'étranger et les organismes monétaires
(monnaie et dépôts), tandis qu'une seconde part prend la forme d'un flux
intrasectoriel que nous qualifions d'"autofinancement externe", nous enten-
dons par-là, l'utilisation par les entreprises de leur épargne pour financer

d'autres entreprises que ce soit sous forme de souscription d'actions, d'obligations ou d'autres titres de créance. Dans de tels cas, il n'y a pas autofinancement au niveau micro-économique de l'entreprise, mais au niveau macro-économique du secteur. Si ces deux affectations particulières de l'épargne des entreprises sont prises en considération, il apparaît que l'autofinancement interne net et le besoin total de financement extérieur s'établissent réciproquement entre 47 et 53%.

L'on pourrait donc dire grosso modo, que les entreprises ont dû se procurer à l'extérieur d'elles-mêmes des sources de financement pour un montant équivalent à la moitié de leur formation brute de capital. Si l'autofinancement externe est ajouté à l'autofinancement interne, il reste que le besoin global de financement extérieur du secteur se serait élevé pour la période 1961-1964 à 142,5 ou 165,1 milliards, soit 35,5 ou 41 milliards par an, sommes considérables par rapport aux dimensions de l'économie belge. En principe, ces chiffres devraient correspondre à ceux de l'accroissement du passif financier du secteur. Ce sont les composantes de ce passif financier, plus précisément la place respective des autres agents économiques dans l'endettement extérieur des entreprises privées qui font l'objet de la suite de notre analyse.

Section 3. La structure de l'épargne des ménages et sa contribution au financement des entreprises.

Les ménages sont les agents économiques qui en Belgique constituent la plus grande partie de l'épargne nationale. Ils font également des investissements, essentiellement en immeubles d'habitation, mais ceux-ci restent inférieurs à leur épargne. Il reste donc aux ménages une capacité de financement qu'ils pourront mettre au service des agents économiques présentant un besoin de financement, en particulier les entreprises et l'Etat. Il nous paraît particulièrement intéressant de mesurer l'importance respective de deux types de cheminement possibles entre l'épargne des ménages et la formation de capital des agents économiques déficitaires : ou bien les ménages souscrivent de manière directe aux actions, obligations, bons de caisse et autres titres de créance émis par les entreprises ou par l'Etat et nous parlerons alors d'actifs financiers directs ; ou bien ils acquièrent des titres

de créance (notamment des dépôts, des bons de caisse, des obligations etc. . .) sur les intermédiaires financiers qui à leur tour affecteront les épargnes ainsi collectées au financement des entreprises et de l'Etat nous appellerons ces titres de créance actifs financiers indirects et il apparaîtra rapidement que ceux-ci sont largement prépondérants dans l'augmentation des actifs financiers des ménages

Combinant les données fournies par la B. N. B. et la C. G. E. R. , nous avons pu établir des estimations pour les diverses modalités de l'épargne des particuliers : épargne consacrée au logement, augmentation des encaisses monétaires, épargne-dépôts, épargne-réserves et souscription aux émissions de titres. Toutefois il nous a paru plus significatif de diviser l'épargne financière en actifs financiers directs et indirects et de grouper au sein de chacune des deux catégories les actifs financiers par secteur débiteur plutôt que par forme juridique (dépôts, contrats d'assurance, obligations, actions). Ceci mène au tableau 3, dont se dégagent un certain nombre de leçons fondamentales

TABEAU 3 - STRUCTURE DE L'EPARGNE DES MENAGES.

(données cumulées 1961-'64 en milliards de francs).

	Valeur absolue	%
A. Epargne consacrée au logement		
1. Financement direct	62,6	19,4
2 Remboursements hypothécaires		
- à la C. G. E. R.	18,2	5,7
- aux institutions paraétatiques de crédit	10,9	3,3
- aux compagnies-d'assurance, caisses d'épar- gnes privées, etc.	20,0	6,4
- Total	49,1	15,4
3. Total	111,7	34,8
B Augmentation des actifs financiers		
1) <u>Actifs financiers directs constitués sur :</u>		
4. les entreprises privées non-financières	7,3	2,3
5. les paraétatiques d'exploitation	1,4	0,4
6. l'Etat et les pouvoirs subordonnés	16,5	5,1
7 L'Etranger	16,3	5,0
8 Total	41,5	12,8
2) <u>Actifs financiers indirects constitués sur</u>		
9. les organismes monétaires	57,0	17,8
10 la C. G. E. R.	24,3	7,6
11. les caisses d'épargnes privées	25,0	7,8
12 les fonds de pension et assimilés	6,2	2,0
13. les organismes d'assurance	30,6	9,5
14. les institutions paraétatiques de crédit :		
- S. N. C. I.	8,1	2,5
- C. C. B.	14,5	4,6
C. N. C. P.	2,7	0,9
- Autres	4,8	1,4
- Total	30,1	9,4
15. Total	173,2	54,1
Total Actifs financiers	214,7	66,3
C. <u>Augmentation du passif financiers (divers)</u>	- 5,4	-1,7
D. <u>Total de l'épargne des ménages</u>	321,0	100

Nous ne commenterons pas ici les données relatives à l'épargne immobilière ou hypothécaire. Ce qui nous paraît plus significatif pour l'objet de cet article, c'est l'importance dérisoire de l'épargne financière constituée sous forme d'actifs financiers directs .

Ecrasée entre l'épargne constituée sous forme d'actifs réels (34,8 %) et l'épargne financière constituée sous forme d'actifs financiers indirects (54,1 %), elle ne constitue plus que 12,8 % de l'épargne totale des ménages. Bien plus, elle est constituée en majeure partie par des créances sur l'Etat et l'Etranger et la place de l'épargne placée sous forme d'actions ou d'obligations émises par les entreprises privées non financières ne représente que 2,3 % du total de l'épargne. Ceci suggère combien il serait irréaliste de se représenter le marché financier comme dominé par des marchandages directs entre les ménages épargnants et les investisseurs (Etat et entreprises), marchandages d'où devrait résulter l'équilibre de l'épargne et de l'investissement.

La plus grande partie de l'épargne des ménages, soit 54,1 % prend la forme d'actifs financiers indirects et n'atteint les investisseurs que par le canal de la transformation financière. Une recherche laborieuse nous a permis de ventiler ces actifs financiers indirects selon les intermédiaires financiers qui les gèrent (1). En tête viennent les organismes monétaires avec une part d'environ 1/3 de l'épargne financière indirecte des ménages. Bien que ce chiffre soit sujet à caution en raison de la difficulté de mesurer le mouvement des encaisses monétaires, il semble que ce pourcentage soit assez proche de celui qui prévaut dans les pays anglo-saxons, mais nettement moindre que celui de l'Allemagne, de la France et de l'Italie, où près de la moitié des placements financiers des ménages s'orientent vers le système bancaire (2).

(1) B. Snoy, op cit , p 100-106

(2) A. Lamfalussy, op cit , p. 106.

En seconde place viennent presque à égalité les organismes d'assurance et les institutions paraétatiques de crédit avec respectivement 9,5 et 9,4% de l'épargne brute, ou 18 à 17% de l'épargne financière indirecte des ménages. Le flux allant aux organismes d'assurance est absorbé pour les deux tiers par les compagnies d'assurance-vie. Quant aux flux allant aux institutions paraétatiques de crédit, le Crédit Communal en accapare près de la moitié et la S. N. C. I. plus d'un quart, les autres organismes se partageant le quart restant. Ceci constitue un double contraste avec les pays anglo-saxons où les compagnies d'assurance absorbent la plus grande partie des actifs financiers indirects des ménages tandis que les organismes publics de crédit sont quasi-inexistants. Il est symptomatique de relever qu'une institution, comme la S. N. C. I. spécialisée dans le crédit aux entreprises a rassemblé de 1961 à 1964 plus de fonds auprès des ménages que l'ensemble des entreprises privées non financières.

Avec respectivement 7,8 et 7,6% de l'épargne brute ou 14 et 13,5% de l'épargne financière indirecte, viennent ensuite d'une part la C. G. E. R. et d'autre part le groupe des caisses d'épargne privées. On voit l'importance de ces institutions de collecte de l'épargne sur le marché des capitaux. Enfin fonds de pension, mutualités et institutions s'occupant du pécule de vacances rassemblent seulement 2% de l'épargne brute des ménages (4% de leur épargne financière indirecte). L'importance minime de ces institutions dans la collecte de l'épargne est caractéristique de notre régime de Sécurité Sociale et est en contraste avec le développement des fonds de pension aux Etats-Unis.

En conclusion, une lourde tâche se trouve assignée aux intermédiaires financiers qui bien plus que les ménages seront les agents essentiels du financement externe des entreprises.

Section 4. Les intermédiaires financiers et le financement des entreprises privées.

Afin de mesurer la contribution des différents groupes d'intermédiaires financiers au financement des entreprises privées, nous avons étudié attentivement le mouvement des actifs et des créances de ces organismes pendant la période considérée. Il serait trop long de commenter ici la politique de placement des divers intermédiaires financiers et l'importance que chacun d'entre eux accorde dans ses actifs au financement des entreprises. Ce qui est significatif par contre, c'est la place respective des divers intermédiaires financiers dans le financement des entreprises privées. Tel est l'objet du tableau 4.

TABLEAU 4.

Augmentation des créances des intermédiaires financiers sur les entreprises privées non financières.

(en milliards de francs) (flux cumulés 1961-'64)		
Organismes créanciers		%
1. Organismes monétaires	42, 2	45, 3
2. C. G. E. R.	15, 8	16, 9
3. Caisses d'épargne privées	2, 7	2, 9
4. Compagnies d'assurance-vie et assurance-accidents de travail et fonds de pension	3, 6	3, 9
5. Institutions paraétatiques de crédit :		
- S. N. C. I.	20, 5	22, 0
- C. N. C. P.	5, 3	5, 6
- I. N. C. A.	2, 4	2, 6
- Total	28, 2	30, 2
6. S. N. I.	0, 7	0, 8
7. Total	93, 2	100

Au cours de la période 1961-'64, les intermédiaires financiers seraient intervenus à concurrence de 93, 2 milliards dans le financement des entreprises privées. Voyons comment cette somme se décompose. Un premier flux de 42, 2 milliards, soit 45, 3% du total est insu des organismes monétaires. Ceux-ci semblent constituer de loin le groupe le plus important d'intermédiaires finan-

Mais, si l'on regroupe la C. G. E. R., les institutions para-étatiques de crédit et la S. N. I., l'on s'aperçoit que l'ensemble de ces organismes publics ou semi-publics a fourni en tout 44, 7 milliards, soit environ 18% de l'ensemble des fonds. D'autre part, il faut rappeler que dans le groupe des organismes bancaires figurent un assez grand nombre de banques de dépôts se concurrençant les unes les autres, tandis qu'une seule institution comme la S. N. C. I. a prêté à elle seule autant que la moitié des banques de dépôts. Si l'on définit la part de marché des intermédiaires financiers en termes de pourcentage des augmentations de créances sur les entreprises privées, l'on voit que la part détenue par quelques institutions paraétatiques, amenées normalement à pratiquer une politique commune, est considérable. L'on pourrait presque parler de position dominante.

Quant aux caisses d'épargne privées, aux compagnies d'assurance et aux fonds de pension, ils n'ont apporté qu'une contribution marginale au financement direct des entreprises privées. Ceci est dû moins à la faiblesse des ressources de ces institutions - nous avons vu que pour la période les caisses d'épargne privées de même que les compagnies d'assurance avaient collecté plus de fonds auprès des ménages que la Caisse d'Epargne de la C. G. E. R. - qu'à une politique de placements faciles qui répugne à financer directement les entreprises privées. Toutefois une partie non négligeable de l'épargne collectée par ces institutions parvient malgré tout aux entreprises privées par le canal des organismes publics de crédit. Nous avons en effet pu relever que les organismes d'assurance et fonds de pension étaient intervenus à concurrence de 13, 6 milliards et les caisses d'épargne privées à concurrence d'environ 3, 3 milliards dans le financement des organismes paraétatiques de crédit pendant la période considérée.

En conclusion, deux groupes d'institutions, les banques de dépôts et les paraétatiques financiers se partagent presque à égalité le financement des entreprises privées. Certes les premières se spécialisent en principe dans le court et le moyen terme tandis que les seconds pratiquent surtout le moyen et le long terme. Toutefois les distinctions sont loin d'être claires et l'influence des deux types d'institutions sera sensible sur la formation brute de capital des entreprises privées.

Section 5. Structures du financement des entreprises privées.

1) Par groupes d'acteurs du financement

Les résultats des paragraphes précédents permettent de dégager des structures de financement définies par l'importance respective des divers groupes d'agents économiques financiers et non financiers dans le financement extérieur des entreprises privées. La meilleure manière de faire apparaître ces structures est d'établir un tableau général des opérations en capital des entreprises privées non-financières. Tel est l'objet du tableau 5.

TABEAU 5. COMPTE DES OPERATIONS EN CAPITAL DES ENTREPRISES
PRIVEES NON FINANCIERES

(en milliards de francs)

(mouvements cumulés 1961-'64).

A	<u>Opérations courantes.</u> (cfr Tableau 3.)	Epargne brute	Formation brute de capital
		202, 9/225, 5	346, 1
	Besoin de financement	143, 2/120, 6	
B	<u>Opérations financières.</u>	Augmentation des créances	Augmentation des dettes
Secteurs à l'égard desquels les entreprises ont contracté des créances ou des dettes			
1) <u>Agents économiques non financiers</u>			
	1 Entreprises privées	20, 2	20, 2
	2 Menages	1, 9	7, 3
	3. Paraétatiques d'exploitation	1, 5	0, 5
	4. Etat (sensu lato)	-0, 2	3, 3
	5. Etranger	7, 3	35, 5
	6 Total	30, 7	66, 8
2) <u>Intermédiaires financiers.</u>			
	7 Organismes monétaires	8, 9	42, 2
	8 Caisses d'épargne privées et C. G. E. R.	1, 5	2, 7 (a) 15, 8 (b)
	9. Compagnies d'assurance et fonds de pension	0, 1	3, 6
	10 Paraétatiques de crédit et S N I.	0, 9	28, 9
	11. Total	11, 4	93, 2
	Total des opérations financières	42, 1	160, 0
	Augmentation net du passif financier		117, 9
	Discordance entre les opérations courantes et les opérations financières		25, 3/3, 7

(a) Caisses d'épargne privées

(b) C. G. E. R seule

Le tableau 5 confronte les données que nous avons rassemblées de manière systématique quant aux flux financiers dont les entreprises privées sont l'origine ou le point d'aboutissement avec les estimations plus forfaitaires que nous avons faites au &A ci-dessus, quant à l'épargne interne et du besoin de financement de ces mêmes entreprises (1)

Le tableau 5 rappelle tout d'abord que les entreprises privées elles-mêmes constituent le premier et le principal agent de leur financement. Elles se sont en quatre ans procuré à elles-mêmes 225,5 milliards (seconde estimation), tandis qu'elles se finançaient à l'extérieur pour 160 milliards. Nous avons regroupé en deux catégories essentielles les agents économiques auprès desquels les entreprises privées se sont procuré cette dernière somme : les agents économiques non financiers et les intermédiaires financiers. Les premiers sont intervenus à concurrence de 66,8 milliards soit plus de 40% et les seconds pour 93,2 milliards soit près de 60%. La proportion de 40% pour les agents économiques non financiers est relativement importante et suggère que l'intermédiation financière est loin de s'interposer totalement entre les agents économiques réalisant une épargne et les entreprises privées dont la formation brute de capital dépasse l'épargne. Il faut toutefois noter que la participation des agents économiques non financiers est constituée pour plus de la moitié par l'apport de l'étranger dont les investissements en Belgique sont allés croissants de 1961 à 1964, atteignant une valeur de 35,5 milliards pour la période. L'étranger mis à part, la contribution des agents économiques non financiers tombe à moins de 20%.

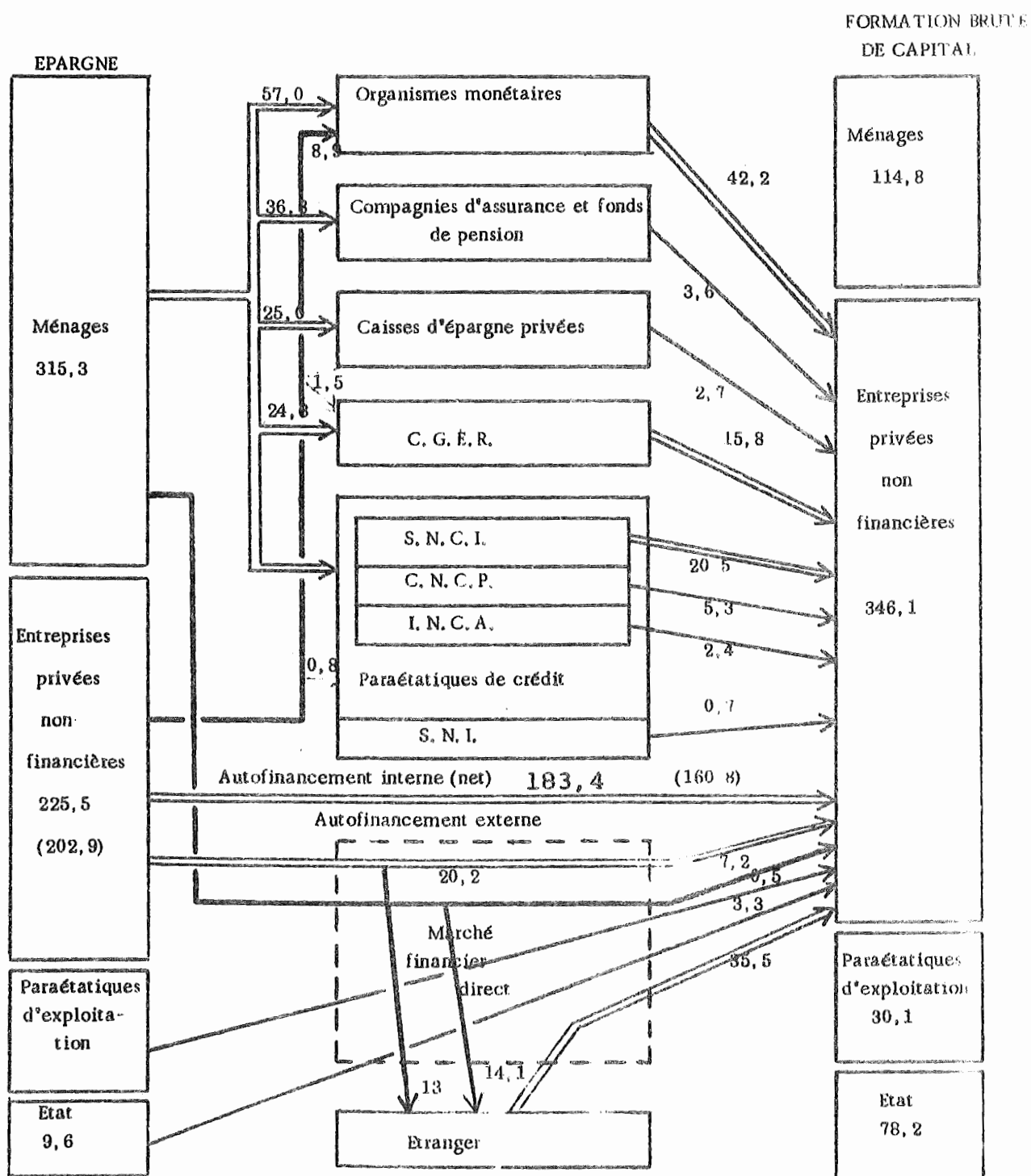
(1) Pour une discussion systématique du tableau 5, voir notre Mémoire, op cit, p 150-154.

Les entreprises privées interviennent elles-mêmes pour 12,6%, soit, un huitième du financement externe total, et les ménages seulement pour 4,5%. Soulignons encore ici le caractère dérisoire de ce flux direct de 7,3 milliards allant des ménages, agents économiques présentant la plus grande capacité de financement (156,7 milliards selon le tableau 1) aux entreprises privées, agents économiques présentant le besoin de financement le plus élevé (120,6 milliards selon le tableau 2)

Une autre conclusion importante pour notre étude se dégage du tableau 5 : trois groupes d'agents économiques interviennent ensemble pour 75% environ dans le financement externe des entreprises privées. Il s'agit dans l'ordre des paraétatiques financiers y compris la C. G. E. R. (28,9 + 15,8 milliards) avec 27,9% du total, des organismes monétaires, c'est-à-dire, essentiellement les banques de dépôt (42,2 milliards) avec 26,5% et de l'étranger 35,5 milliards avec 22,2%. De ces trois groupes dominants, les paraétatiques financiers constituent non seulement le plus important, mais aussi le moins nombreux, puisqu'on y compte deux très grandes institutions (la S. N. C. I. et la C. G. E. R.) et trois petites (la C. N. C. P., l'I. N. C. A. et la S. N. I.) Ceci suggère l'influence considérable que quelques grandes institutions de crédit peuvent exercer sur la formation brute de capital des entreprises privées

Le tableau 6 constitue un schéma général des flux principaux allant directement (autofinancement ou marché financier direct) ou indirectement (intermédiation financière) de l'épargne des agents économiques à la formation brute de capital des entreprises privées non financières

Tableau 6 Principaux flux intervenant dans le financement des entreprises privées non financières (flux cumulés 1961-64 en milliards de francs).



(I) En vue d'assurer la cohérence du schéma de flux, l'autofinancement interne est repris pour sa valeur nette, c'est-à-dire sous déduction des flux de l'épargne des entreprises privées aux autres secteurs.

Si un certain pouvoir sur les moyens de production s'attache au financement de la formation brute de capital des entreprises privées, le tableau 6 constitue une illustration éloquent de l'influence respective qu'exercent les divers groupes d'agents économiques sur ces moyens de production.

Toutefois l'approche par flux du tableau 6 reste relativement grossière aux yeux de l'institutionnaliste, du juriste ou même du financier sensible au cadre légal dans lequel se coule le flux de financement. La solidité financière d'une entreprise variera selon que son financement externe sera le fait de capitaux à risque ou de capitaux empruntés. Les relations de pouvoir entre agent du financement et entreprise financée en seront également affectées même si l'on ne s'en tient pas à la rigueur de la lettre juridique qui confère le pouvoir au propriétaire et le refuse au créancier. Aussi devons nous prolonger les structures de financement définies en termes d'acteurs de financement par les structures définies en terme de formes de financement.

2) Par formes de financement.

Les données rassemblées jusqu'à présent permettent de construire le tableau 7 qui donne une fresque générale de la forme de financement externe des entreprises privées non financières par secteur créancier.

TABEAU 7 - FORME DU FINANCEMENT EXTERNE DES ENTREPRISES PRIVEES
NON FINANCIERES PAR SECTEUR CREANCIER.

(flux cumulés 1961-1964 en milliards de francs).

Secteurs créanciers.	Actions et Parts.	Obliga- tions.	Emprunts	Investis- sements directs.	Divers	Total
A. <u>Agents économiques non financiers.</u>						
1. Entreprises privées non financières.		19,6	0,6			20,2
2. Ménages		7,3				7,3
3. Paraétatiques d'exploit- tation.	0,1				0,4	0,5
4. Etat	0,2				3,1	3,3
5. Etranger	3,1			32,4		35,5
6. Total		30,3	0,6	32,4	3,5	66,8
B. <u>Intermédiaires financiers</u>						
7. Organismes monétaires	0,3		41,9			42,2
8. Caisses d'épargne privées			2,7			2,7
9. Compagnies d'assurance et fonds de pension	1,1	2,5				3,6
10. Caisse d'épargne de la C. G. E. R.			15,8			15,8
11. Paraétatiques de crédit			28,2			28,2
12. S. N. I.	0,7					0,7
13. Total	2,1	2,5	88,6			93,2
14. Total général		34,9	89,2	32,4	3,5	160,0

SOURCE : B. N. B. Bulletin d'Information et de Documentation, sept. 1967, p. 217-226
et nos tableaux précédents.

Une leçon fondamentale se dégage de ce tableau : le caractère dominant du financement par emprunt. Celui-ci est obtenu presque intégralement des intermédiaires financiers, les banques de dépôts et les paraétatiques de crédit y compris la C. G. E. R. intervenant presque à égalité. Pour la période, le financement par emprunt s'est élevé à 89,2 milliards, soit 56% du financement externe. Nous nous interrogerons plus loin sur les raisons de cette prédominance du financement par emprunt. Une seconde forme de financement dans laquelle on a dû regrouper faute de précision les obligations, les actions et les parts est intervenue pour 34,9 milliards soit près de 22%. Cette forme de financement est issue essentiellement des agents économiques non financiers : sociétés à portefeuille, ménages et étranger. Enfin, le reste est constitué presque intégralement par des investissements directs de l'étranger qui peuvent prendre les formes juridiques les plus diverses : 31,4 milliards, soit près de 20%.

Nous nous sommes efforcés d'apporter plusieurs précisions aux enseignements du tableau 7, en particulier distinguer le flux de financement par obligations et le flux de financement par capital à risque et observer de plus près le flux de financement par emprunt afin de savoir quels sont les intermédiaires financiers qui jouent le rôle le plus important dans le financement des investissements. Les résultats de notre recherche sont rassemblés au tableau 8.

TABLEAU 8.

La Formation brute de capital des entreprises privées non financières et son financement.

Flux cumulés 1961-1964.

	en milliards de francs	%
<u>Formation brute de capital</u>	346,1	100
<u>Financement</u>		
<u>Financement interne</u>		
1. Epargne nette	45,3/67,9	13,1/19,7
2. Amortissements	157,6	45,5
3. Epargne brute (1+2)	202,9/225,5	58,6/65,2
<u>Financement externe</u>		
4. Emission d'actions	28,4	8,2
5. Total du financement par fonds propres	231,3/253,9	66,8/73,4
6. Emissions d'obligations	4,7	1,4
7. Apport net de fonds étrangers pour investissements directs	25,1	1,3
8. Emprunts à moyen ou à long terme aux parastatistiques de crédit(y compris la C. G. E. R.)	40,3	11,6
9. Emprunts à moyen ou à long terme aux organismes bancaires	13,4	3,9
10. Emprunts à court terme et autres	31,3/8,7	9,0/2,4
11. Total financement externe	143,2/120,6	41,4/34,8
12. Total	346,1	100

SOURCES : voir B. SNOY, op. cit., p. 159-184.

La part du financement interne dans la formation brute de capital des entreprises privées a déjà été commentée plus haut. Par contre, ce qui frappe immédiatement au tableau 8, c'est le caractère insignifiant des émissions d'actions. Ces émissions ne représentent que 8% de la formation brute de capital et ne peuvent élever le taux de financement par fonds propres au dessus de 67 ou 73% (1). Encore plus insignifiantes que les émissions d'actions, les émissions d'obligations n'ont contribué qu'à concurrence de 4,7 milliards, c'est-à-dire, 1,4% au financement de la formation brute de capital des entreprises privées. En ajoutant les émissions d'obligations au financement par fonds propres, nous n'atteignons pas encore 75% (ou 69%) de la formation brute de capital, ce qui signifie que plus de 25% de celle-ci restent à financer. Les apports nets de l'étranger y contribuent d'après nos calculs, à concurrence de 25,1 milliards. Cela fixe à 18 (ou 24%) la part résiduaire qui devra être financée par l'emprunt. Il s'agit là encore d'une part considérable.

Eien qu'il soit relativement arbitraire de distinguer dans les flux allant des intermédiaires financiers aux entreprises privées, ceux qui financent une formation brute de capital des autres, nous nous sommes efforcés de savoir quel groupe d'intermédiaires jouait le rôle le plus décisif à l'égard des 18 ou 24% de la formation brute de capital qui restent à financer. En nous basant sur des données telles que le crédit industriel d'investissement accordé par la S. N. C. I. et la C. G. E. R., le crédit professionnel et artisanal accordé par la C. N. C. P. et la C. G. E. R. et le crédit agricole

(1) Sur les raisons de la faiblesse du financement des entreprises en capitaux à risque voir Commission Gouvernementale pour l'étude des problèmes du financement de l'expansion économique, Deuxième rapport, 1967, p 77-97. Voir aussi Adrien P Timmermans Les Capitaux à risque ont-ils encore un marché, Louvain, 1965 et C. E. P. E. S. S. Marché des capitaux et investissements en Belgique Bruxelles, 1 9 67.

accordé par l'I. N. C. A. (1), nous avons estimé à 40,3 milliards soit 14,6% la contribution des organismes paraétatiques de crédit au financement de la formation brute de capital des entreprises privées. En ce qui concerne les banques de dépôts, la fongibilité des sources de crédit rend pratiquement impossible une détermination précise des flux de crédit ayant financé une formation brute de capital des entreprises privées. Toutefois en nous appuyant sur les données disponibles concernant les crédits octroyés par les banques de dépôts dans le cadre des lois accordant la garantie de l'Etat et/ou un subside au taux d'intérêt (2) et sur les estimations de l'O. C. D. E. (3) nous croyons pouvoir avancer le chiffre de 13,4 milliards pour les crédits à moyen ou à long terme accordés par les banques de dépôts aux entreprises privées, soit 3,9% de la formation brute de capital de celles-ci. Quant au reliquat restant à financer, lorsque l'on additionne toutes les contributions repérées jusqu'à présent, il est difficile d'en dire l'importance exacte. On peut considérer qu'il a été financé par du crédit à court terme accordé par le système bancaire ou par des prêts de diverse nature accordés par d'autres institutions (par exemple, crédits hypothécaires accordés par les caisses d'épargne dont une partie non mesurable va sans doute aux entreprises privées).

(1) L'on peut estimer pour les deux dernières catégories qu'il s'agit à 90% du crédit à moyen ou à long terme.

(2) Loi du 24 mai 1959, Lois des 17 et 18 juillet 1959 instaurant et coordonnant les mesures en vue de favoriser l'expansion économique et la création d'industries nouvelles.
Loi du 15 février 1961.

(3) O. C. D. E., Capital market study, IV, Utilization of Savings, p. 102, et 105, voir aussi, B. Snoy, op. cit., p. 176-180.

Notons en terminant que la plus grande partie des emprunts à moyen ou à long terme contractés de 1961 à 1964 par les entreprises privées pour financer des investissements ont bénéficié de la garantie ou d'un subside au taux d'intérêt de l'Etat dans le cadre des lois d'expansion économique de juillet 1959. Pour la période 1961-64, on évalue à 37 milliards le montant total des crédits octroyés par les organismes publics et privés de crédit et ayant bénéficié de ces avantages. Il nous est malheureusement impossible de savoir quelle est la part de ces crédits qui a été effectivement utilisée pendant cette période. Toutefois l'importance de ce chiffre suggère la présence croissante de l'Etat parmi les agents du financement externe des entreprises. En effet, même s'il n'accorde pas lui-même les crédits, l'Etat fait insérer dans les conventions d'ouverture de crédit, bénéficiant de sa garantie ou de son subside, des conditions qui peuvent limiter sérieusement la liberté de mouvement des entreprises (1). A cet égard le fait que le crédit soit octroyé par une banque commerciale ou par un paraétatique de crédit modifie peu le lien de dépendance qui s'établit entre l'entreprise bénéficiaire d'un financement garanti ou subsidié et l'Etat.

Le tableau 9 évite les découpages relativement arbitraires du tableau 8 qui s'efforçait de se limiter aux flux finançant la formation brute de capital des entreprises. Ici ce sont toutes les ressources nouvelles rassemblées par les entreprises privées non-financières qui sont confrontées à l'emploi qu'elles en ont fait. Au sein des ressources, l'on a opéré les regroupements les plus significatifs, tantôt par forme juridique, tantôt par agent de financement.

(1) Documentation non publiée du Ministère des Finances sur l'application des lois de relance économique de 1959

TABIEAU 9

Sources et emplois de ressources des entreprises privées non financières Flux cumulés 1961-1964.

<u>Sources</u>	en milliards de francs	en %
<u>Sources internes</u>		
1. Epargne nette	45,3/67,9	14,1/17,4
2. Amortissements	157,6	41,3/40,5
3. Epargne brute	202,9/225,5	55,4/57,9
<u>Sources externes</u>		
1. Emissions d'actions et de parts	31,9	8,7/8,2
2. Emissions d'obligations	6,6	1,8/1,7
3. Investissements directs de l'étranger	32,4	8,8/8,3
4. Emprunts aux paraétatiques de crédit	44,0	12,1/11,3
5. Emprunts aux organismes monétaires	41,9	11,4/10,8
6. Autres dettes	6,8	1,9/1,8
7. Total sources externes	163,6	44,6/42,1
<u>Total des Sources</u>	366,5/389,1	100
<u>Emplois</u>		
<u>Formation brute de capital.</u>		
1. Formation brute de capital fixe et achats nets de terrains	302	77,7
2. Variations de stocks	44,1	11,4
3. Total	346,1	89,1
<u>Emplois financiers</u>		
4. Obligations, actions et parts	22,8	
5. Investissements à l'étranger	7,3	
6. Monnaie et dépôts	6,7	
7. Autres créances	5,3	
8. Total	42,1	10,9
<u>Total des Emplois</u>	388,2	100
Ajustement (emploi-sources)	21,7/-0,9	

Les sources internes interviennent cette fois pour 55,4 ou 57,9% du total et les fonds propres (sources internes + émissions d'actions ou de parts) pour 64,1 ou 67,1%. Les émissions d'obligations restent marginales tandis que les paraétatiques de crédit, les banques de dépôt et l'étranger dominant presque à égalité le financement extérieur. Sous l'angle de l'ensemble des ressources la position relative des paraétatiques de crédit paraît toutefois moins prépondérante.

Les ressources des entreprises privées non financières sont affectées à plus de 75% à une formation brute de capital fixe. Le reste se répartit presque à égalité entre l'augmentation des stocks et l'accroissement des actifs financiers constitués principalement de titres émis par les entreprises privées elles-mêmes.

Les tableaux 6, 7, 8 et 9 seront à la base des réflexions théoriques que nous présenterons en conclusion de ce travail. Toutefois pour faire ressortir le caractère spécifique des structures belges de financement, nous présenterons d'abord brièvement les structures du financement des entreprises américaines.

Deuxième partie

Structures du financement des entreprises aux Etats-Unis

A. Constellation des soldes financiers propres à l'économie américaine

Au tableau IO nous avons reconstitué pour l'économie américaine le travail de sectorisation des opérations courantes en capital que nous avons tenté au tableau 1 pour l'économie belge. Les données présentées sont des flux cumulés pour les quatre années 1961-64.

Le tableau IO fait apparaître immédiatement que les agents économiques américains présentent une constellation de soldes financiers qui les distingue sensiblement de leurs homologues belges. La différence la plus fondamentale réside dans l'existence d'une légère capacité de financement du secteur des sociétés non agricoles et non financières. L'épargne brute de ces sociétés dépasse de justesse leur importante formation brute de capital. Or, c'était le phénomène inverse, l'existence d'un large besoin de financement (25% pour l'ensemble des entreprises, 35 ou 41% pour les entreprises privées seules qui dominait le tableau belge des opérations en capital. Certes les entreprises constituées sous forme de sociétés et n'ayant pour objet social ni l'agriculture, ni les opérations financières ne sont pas les seules entreprises - un second groupe d'entreprises, les entreprises agricoles et celles qui ne sont pas constituées sous forme de société (à l'exclusion des entreprises financières), avec une formation brute de capital équivalente à 40% seulement de celle du premier groupe, présentent un assez large besoin de financement ; 19,1 milliards de dollars pour quatre années. Toutefois, confronté à une grandeur macro-économique telle que le revenu national, cela représente un besoin de financement extérieur deux fois moindre que celui des entreprises belges.

TABEAU 10. TABLEAU GENERAL DES OPERATIONS EN CAPITAL DANS L'ECONOMIE AMERICAINE.

(flux cumulés 1961-1964, en milliards de dollars.)

	Ménages	Sociétés non agricoles non financières.	Autres entreprises non-financières.	Administrations publiques.	Internationales financières.	Solde	Total
<u>Formation brute de capital</u>							
Formation brute de capital fixe	89,2	155,1	68,6		2,8		315,7
Variations de stocks		15,0	3,5				18,5
Biens de consommation durable	205,8						205,8
Total	295,0	170,1	72,1		2,8		540,0
<u>Epargne brute</u>	342,2	171,1	53,0	-23,8	13,7		556,2
Opérations avec l'étranger, erreurs et omissions.						-16,2	-16,2
<u>Capacité (+) ou Besoin (-) de financement</u>	47,2	1,0	-19,1	-23,8	10,9	-16,2	-

Source : Federal Reserve Bulletin January 1966, Flow of Funds, p. 107-115.

Selon Alexandre Lamfalussy, la raison de cette différence serait à rechercher dans un coefficient d'investissement plus élevé des entreprises européennes et non dans un coefficient d'épargne plus élevé des entreprises américaines (1)

Les ménages américains présentent comme on peut s'y attendre une capacité de financement. Toutefois celle-ci n'est pas très considérable ; elle représente 3% seulement de leur revenu disponible, alors que celle des ménages belges se situait entre 8 et 9%.

A la capacité de financement des ménages, il faut joindre celle des intermédiaires financiers (y compris les sociétés financières). Ces capacités de financement ont pour contrepartie principale le déficit des administrations publiques tant fédérales que nationales et locales. Le reste est absorbé par les entreprises agricoles non constituées sous forme de sociétés, ainsi que par les opérations avec l'étranger (surplus de la balance des transactions courantes principalement)

Les soldes de financement du tableau IO, spécialement celui qui concerne les sociétés, doivent cependant être manipulés avec prudence. On doit garder à l'esprit, en premier lieu qu'il s'agit de soldes, c'est-à-dire, du résultat net d'opérations en sens divers. Un solde minime comme celui des sociétés peut être le résultat de flux positifs et négatifs importants qui tendent à s'annuler réciproquement. En second lieu, le secteur en question est un agrégat et notre tableau ne révèle rien des crédits et emprunts mutuels qui peuvent se développer en son sein. Enfin, les soldes du tableau IO (comme ceux du tableau I) sont calculés à partir de la comptabilité

(1) A Lamfalussy, op cit., p. 63-64.

nationale par différence entre l'épargne et la formation brute de capital et peuvent être fort différents du solde des opérations financières révélé par les statistiques financières. C'est précisément le cas en ce qui concerne les sociétés non financières non agricoles américaines qui se révèlent avoir un solde financier négatif -13 milliards alors que le solde des opérations courantes leur donnait un surplus de 1 milliard. Dès lors, même si les sociétés s'autofinancent largement, nous ne devons pas céder à l'illusion qu'elles se suffisent totalement à elles-mêmes.

La question des flux de financement en provenance des autres agents économiques reste donc ouverte.

B Structure de l'épargne des ménages américains.

La structure de l'épargne des ménages américains est présentée au tableau 11 qui doit se comparer au tableau 3 relatif à l'épargne des ménages belges.

Des différences de structures apparaissent immédiatement. A première vue l'acquisition d'actifs réels semble accaparer la majorité de l'épargne des ménages américains alors qu'elle n'absorberait que 35,4% de celle des ménages belges. Ces données ne sont toutefois guère significatives, car les statistiques américaines considèrent l'acquisition de biens de consommation durables comme une forme d'épargne. Si on limitait l'épargne des ménages constituée sous forme d'actifs réels à la seule épargne consacrée au logement, il est vraisemblable qu'elle tiendrait, par rapport à leur épargne financière nette, une place moins grande aux Etats-Unis qu'en Belgique.

C'est la structure de l'épargne financière des ménages américains qui doit surtout retenir notre attention.

TABLEAU 11 - STRUCTURE DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES AMÉRICAINS

(flux cumulés 1961-64 en milliards de dollars)

Source : Federal Reserve Bulletin, Flow of funds	Valeur absolue	%
A. <u>Épargne constituée sous forme d'actifs réels</u>		
1. Construction d'habitations	74,6	20,9
2. Biens de consommation durables	205,8	
3. Autres équipements	14,5	
4. Total	295,0	
5. Endettement hypothécaire net	-58,8	
6. Épargne non financière (4-5)	236,2	65,9
B. <u>Augmentation des actifs financiers</u>		
1) <u>Actifs financiers directs.</u>		
7. Titres émis par les pouvoirs publics	11,4	3,2
8. Actions de sociétés non financières	-11,3	-3,2
9. Obligations de sociétés et obligations étrangères.	-2,3	-0,6
10. Crédits hypothécaires	0,2	0,1
11. Investissements nets dans des entreprises non constituées sous forme de sociétés	-10,9	-3,0
12. Actifs financiers directs totaux	-12,9	-3,5
2) <u>Actifs financiers indirects.</u>		
13. Augmentation des encaisses monétaires (monnaie et dépôts à vue)	17,6	4,9
14. Dépôts d'épargne auprès des banques	32,6	9,1
15. Dépôts d'épargne auprès des institutions d'épargne	54,0	15,1
16. Réserves des compagnies d'assurance-vie	15,9	4,4
17. Réserves des fonds de pension	38,9	10,9
18. Parts des sociétés d'investissement	6,6	1,8
19. Actifs financiers indirects totaux	165,6	46,2
20. Augmentation totale des actifs financiers	152,7	42,7
C. <u>Augmentation du passif financier (excepté endettement hypothécaire)</u>		
21. Crédit à la consommation	-20,8	-5,8
22. Crédit bancaire	-4,9	-1,3
23. Autres crédits	-2,3	-0,6
24. Avances sur titres (Security credit)	-3,1	-0,9
25. Total	-31,0	-8,6
26. Total de l'épargne	357,9	100

Le fait le plus frappant est que les acquisitions d'actifs financiers directs, c'est-à-dire, constitués à l'égard d'agents économiques non-financiers se soient révélés négatives pour les quatre années 1961-64, et cela en dépit d'importantes acquisitions de titres émis par les pouvoirs publics. Ces acquisitions se trouvent en effet plus que compensées par un désinvestissement net à l'égard des entreprises non financières. Ce désinvestissement prend plusieurs formes. Il se manifeste d'abord par une vente nette d'actions. A l'égard de l'ensemble des sociétés financières et non financières, celle-ci s'est élevée à 4.7 milliards, mais si l'on tient compte d'un achat net d'actions émises par les sociétés d'investissement à capital variable (1), l'on obtient à l'égard des seules sociétés non-financières une vente nette d'actions de 11.3 milliards ce qui est vraiment considérable et significatif quant à l'évolution de la propriété du capital. Le désinvestissement des ménages prend également la forme d'une vente nette d'obligations de sociétés. Toutefois, il nous est impossible de distinguer les obligations des sociétés non financières de celles qui sont émises par des intermédiaires financiers ou par l'étranger. Si on se limitait à la première catégorie, l'on obtiendrait sans doute un flux négatif plus important. Enfin, l'on assiste à un désinvestissement net des ménages à l'égard des entreprises non constituées sous forme de sociétés ; au lieu d'investir dans ces entreprises de nouvelles sommes et en particulier les bénéfices qui y avaient été réalisés, les ménages semblent avoir prélevé sur les réserves existantes ou avoir vendu à d'autres secteurs en particulier à des sociétés, leurs droits

(1) Par simplification nous avons considéré que toutes les actions émises par les sociétés d'investissement avaient été acquises par les ménages, ce qui paraît vraisemblable.

de propriété (1) C'est donc aussi bien à l'égard des entreprises non sociétaires que des sociétés que l'on peut relever un flux d'épargne financière négative.

La disparition progressive des actifs financiers directs dans l'épargne des ménages a pour contrepartie un développement spectaculaire des actifs financiers indirects, en particulier des dépôts d'épargne et de l'épargne contractuelle. A l'inverse de ce qui se passe chez nous, les dépôts d'épargne auprès des banques sont plus développés que les dépôts à vue ou à court terme. Toutefois, comme chez nous, la position relative des banques dans la collecte de l'épargne des particuliers a cessé d'être prépondérante. Elles ne recueillent plus que 14% de cette épargne, soit moins d'un tiers de l'épargne financière. La plus grande partie des dépôts d'épargne s'oriente vers des institutions spécialisées : les associations d'épargne et de prêts et les banques mutuelles d'épargne. Ces institutions recueillent plus du tiers de l'épargne financière des ménages. Leur situation pourrait à certains égards se comparer à celle de nos caisses d'épargne quoiqu'il n'existe pas aux Etats-Unis d'organisme public de collecte de l'épargne comparable à notre C. G. E. R.

Le troisième tiers de l'épargne financière des ménages prend la forme de réserves s'accumulant auprès des compagnies d'assurance et des fonds de pension publics ou privés.

(1) Cette seconde explication est nettement la plus plausible. Les sociétés ont racheté les biens des entreprises individuelles. Les particuliers ont été payés en argent comptant ou en actions des sociétés acheteuses. Dans la mesure où ils ont été payé en actions, on peut considérer que leurs ventes nettes d'actions des autres sociétés ont été supérieures à 11, 3 milliards.

Rappelons que chez nous l'épargne contractuelle représente moins du cinquième de l'épargne financière des ménages. Cette différence s'explique principalement par l'absence d'un système légal de pension aux Etats-Unis. Les ménages s'y trouvent encouragés à contracter individuellement des polices d'assurance-vie et les entreprises à organiser des fonds de pension au profit de leur personnel

A l'inverse de ce qui se passe chez nous, grâce notamment à la souplesse de la notion juridique anglo-saxonne du "trust", les fonds de pension américains sont distincts du patrimoine de l'entreprise et ils fonctionnent sur une base de capitalisation. Enfin, le système fiscal américain donne des avantages appréciables à ceux qui utilisent leur épargne sous une forme contractuelle (1)

De tout ceci se dégage une leçon fondamentale pour l'analyse des flux financiers américains : il s'agit de l'institutionnalisation quasi complète de l'épargne financière des ménages.

Aussi nous faut-il examiner maintenant comment l'épargne collectée par les institutions se porte vers les agents économiques en déficit, en particulier vers les entreprises non financières

(1) A. Lamfalussy, op cit , p. IC7-IC8.

C. Les intermédiaires financiers américains et le financement des entreprises non financières.

La concurrence assez âpre à laquelle les intermédiaires financiers américains se livrent entre eux et la nécessité de rémunérer l'épargne des particuliers à un niveau égal au rendement des actifs financiers directs, les amènent à orienter leurs placements vers des actifs de rendement élevé et généralement à long terme. Parmi ces actifs les actions, les obligations et les créances hypothécaires sur les entreprises privées tiennent une place de choix

Le tableau 12 s'efforce de donner une image aussi précise que possible du rôle que jouent les différents agents économiques dans les diverses formes de financement des entreprises non financières y compris les entreprises agricoles ou non sociétaires. Il est à comparer au tableau 7, consacré aux entreprises belges. Nous commenterons ici surtout la seconde partie du tableau qui illustre les flux de financement allant des intermédiaires financiers aux entreprises non financières.

**TABLEAU 12. CONTRIBUTION DES DIFFERENTS AGENTS ECONOMIQUES AUX
DIVERSES FORMES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES NON-
FINANCIERES.**

(flux cumulés 1961-1964 en milliards de dollars.)

Agents économiques créanciers.	Actions	Obliga- tions	hypo- thécai- res/	Emprunts bancai- res.	autres	Dettes diver- ses.	Total val. abs.	%
<u>Agents économiques non financiers.</u>								
1. Ménages	-11,3	- 2,3					-13,6	14,0
2. Entreprises non financières.						21,8	21,8	22,5
3. Administrations publiques					(4,3)		(4,3)	4,4
4. Total	-11,3	- 2,3			(4,3)	21,8	12,5	12,9
<u>Intermédiaires financiers.</u>								
5. Banques commerciales		- 0,1	6,1	16,7			22,7	23,2
6. Associations d'épargne et de prêt.			9,5				9,5	9,7
7. Banques mutuelles d' épargne		- 0,6	4,5				3,9	4,0
8. Fonds de pension	9,0	5,5					14,5	14,8
9. Compagnies d'ass. -vie	1,6	10,1	9,5				21,2	21,7
10. Autres comp. d'ass.	1,3	0,6					1,9	2,0
11. Sociétés d'investis.	3,5						3,5	3,6
12. Total	15,4	15,5	29,6	16,7			77,0	79,1
<u>Autres agents économiques erreurs et omissions</u>								
Total	0,1	3,9	-0,9		2,8	2,8	7,7	8,0
	4,2	17,1	28,7	16,7	7,1	24,6	97,2	100

SOURCE : Federal Reserve Bulletin, Flow of funds.

L'intervention des intermédiaires financiers est très frappante sur le marché des actions. En quatre ans, leurs achats nets se sont élevés à 15,4 milliards soit plus de trois fois le montant des émissions nettes des entreprises non financières. Celles-ci ont non seulement été intégralement alimentées en capital à risque par les intermédiaires financiers, mais encore ceux-ci ont pu racheter pour 11,3 milliards d'actions aux particuliers. Cette institutionnalisation du marché des actions contraste violemment avec la situation belge où les ménages dominant encore le marché tandis que les intermédiaires financiers, exception faite des sociétés à portefeuille, n'y jouent qu'un rôle marginal.

Parmi les intermédiaires financiers américains, ce sont les fonds de pension qui ont joué un rôle dominant : leurs achats représentent plus de la moitié des achats des institutions et cette part a encore augmenté au cours des dernières années. Il s'agit essentiellement des fonds de pensions privés organisés par les sociétés par opposition aux fonds de pension organisés par les administrations publiques. Les premiers ont investi d'année en année au moins 50% de leurs recettes nettes en actions. Une explication de cette politique se trouve dans la modification graduelle des contrats de pension : ceux-ci sont passés d'un système où le montant de la pension est déterminé à l'avance ou correspond à une quelconque proportion du traitement moyen à un autre qui fixe le montant de la pension en fonction de la moyenne du traitement des années de fin de carrière. Ce nouveau régime est venu bouleverser les calculs actuariels traditionnels et pour éviter de se trouver en déficit à la suite d'une hausse des prix et des salaires, les fonds de pension privés se sont tournés vers les placements en actions.

Ils ont considéré avec raison que la part des bénéfices dans le revenu national demeurant stable, les bénéfices par action et donc les cours boursiers devaient, avec une approximation suffisante, s'adapter à la hausse des prix et des revenus (1).

A côté des fonds de pension, les compagnies d'assurance et les sociétés d'investissement (équivalentes à nos fonds communs de placement) ont également acheté d'importantes quantités d'actions.

Face à la demande accrue des investisseurs institutionnels l'offre d'actions des sociétés est restée relativement faible en raison principalement de la puissance de l'autofinancement des entreprises et du régime fiscal moins favorable du financement par actions (2). C'est cette insuffisance de l'offre face à une demande en expansion qui explique la tendance haussière du cours des actions sur le marché boursier américain au cours de la période considérée. Cette tendance haussière a pour conséquence de renforcer la tendance des ménages à vendre leurs actions aux investisseurs institutionnels.

Notons en terminant que l'institutionnalisation du marché des actions ne doit pas nous faire perdre de vue que dans le stock global des actions de société, la part des ménages est encore considérable. En dépit des désinvestissements intervenus depuis la guerre, l'on considère qu'à fin 1965 les ménages détenaient encore les 3/4 de la capitalisation boursière estimée à 743 milliards de dollars (3).

(1) A. Lamfalussy, op cit., p 160.

(2) C. C. D. E., Etudes sur les marchés de capitaux, III, Fonctionnement des marchés de capitaux, p. 716.

(3) Federal Reserve Bulletin, Oct. 1966. Sector Statements of financial assets.

Un flux négatif de 11,3 milliards en quatre ans ne peut guère modifier considérablement ce stock. Il n'en exprime pas moins une tendance structurelle dont la signification est importante pour l'avenir.

Quoique les ventes nettes des ménages soient moins considérables pour les obligations de sociétés que pour les actions, la tendance à l'institutionnalisation du marché est aussi manifeste pour celles-là que pour celles-ci.

Les principales institutions acquéreuses sont cette fois les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension (surtout ceux des pouvoirs publics). Ces deux groupes interviennent pour plus des trois quarts dans la demande globale d'obligations.

Remarquons que le financement par obligations tient dans le financement externe des entreprises américaines une place beaucoup plus considérable que dans celui des entreprises belges.

Le financement par emprunt hypothécaire concerne essentiellement (pour 17,4 milliards sur 28,7) les entreprises agricoles et les petites entreprises non sociétaires. Les principales institutions prêteuses sont les associations d'épargne et de prêt, les compagnies d'assurance et les banques mutuelles d'épargne (1).

Les emprunts à moyen ou à court terme sont octroyés généralement par les banques commerciales. Pour la période 1961-64, ils n'ont guère dépassé les émissions nettes d'obligations. Ils concernent surtout les entreprises constituées sous forme de société.

(1) Les chiffres du tableau 12 doivent être maniés avec prudence car nous n'avons pu distinguer parfaitement les emprunts hypothécaires des ménages et des entreprises.

Il n'existe pas aux Etats-Unis comme en Belgique d'importante institution paraétatique de crédit finançant les investissements industriels. En revanche, le gouvernement fédéral accorde certains prêts directs aux secteurs où les disponibilités de capitaux privés paraissent insuffisants du point de vue de l'intérêt public : outre le logement, il s'agit essentiellement de l'agriculture et de petites entreprises. Toutefois, le montant de ces prêts ne pèse pas considérablement dans le financement externe de l'ensemble des entreprises.

La dernière colonne du tableau 12 donne une idée de la participation globale des divers intermédiaires financiers dans le financement externe de l'ensemble des entreprises. Les banques commerciales viennent en tête avec un flux de 22,7 milliards en quatre ans. Il s'agit cependant principalement d'un financement à court ou à moyen terme orienté davantage vers l'accroissement du fonds de roulement des entreprises que vers leur formation brute de capital. En seconde place viennent les compagnies d'assurance-vie avec un flux de 21,2 milliards. Celui-ci se répartit en trois modes de financement : actions, obligations, crédits hypothécaires. Le rôle des compagnies d'assurance est développé sur les trois marchés et leur permet vraisemblablement d'exercer une influence appréciable sur la vie des entreprises. Avec un flux global de 14,5 milliards, les fonds de pension sont les premiers sur le marché des actions dont ils influencent profondément les cours et les seconds sur celui des obligations. Les associations d'épargne et de crédit et les banques mutuelles d'épargne, spécialisées dans le financement de la construction interviennent aussi pour des montants importants dans le financement des entreprises, mais leur action se limite au crédit hypothécaire et concerne surtout les petites entreprises. Enfin les sociétés d'investissement à capital variable contribuent par des achats qui sont les plus importants après ceux des fonds de pension à l'institutionnalisation

du marché des actions.

D. Structure du financement des entreprises non financières américaines.

Il nous reste à replacer le financement externe des entreprises américaines, discutée au paragraphe précédent, dans la structure globale de leurs ressources et à confronter celles-ci à l'emploi qu'elles en ont fait. Tel est l'objet du tableau 13 dont l'homologue belge est le tableau 9.

TABLEAU 13. SOURCES DE FINANCEMENT ET EMPLOIS DE RESSOURCES DES ENTREPRISES NON-FINANCIERES AMERICAINES.

(Flux cumulés 1961-64.)

Sources	Toutes entre- prises non-finan- cières.		Entreprises non- agricoles et non- financières	
	en milliards de \$.	%	en milliards de \$.	%
<u>Sources internes</u>				
1. Bénéfices réservés			52,5	21,2
2. Amortissements			118,6	48,0
3. Epargne brute	224,1	69,7	171,1	69,2
<u>Sources externes</u>				
4. Emissions d'actions	4,2	1,3	4,2	1,7
5. Emissions d'obligations	17,1	5,3	17,1	6,9
6. Emprunts hypothécaires	28,7	8,9	11,4	4,4
7. Emprunts bancaires	16,7	5,2	8,6	3,5
8. Autres emprunts et provi- sions pour impôts	7,1	1,9	6,9	2,8
9. Crédits reçus des fournis- seurs.	21,8	6,9	18,2	7,4
10. Autres dettes	2,8	0,8	9,6	4,1
11. Total	97,2	30,3	76,0	30,8
Total des Sources	321,3	100	247,1	100
<u>Emplois Formation brute de capital.</u>				
12. Immobilisations	223,6	69,5	155,1	62,7
13. Variations de stock	18,5	5,8	15,0	6,1
14. Total	242,1	75,3	170,1	68,8
<u>Acquisitions nettes d'actifs financiers</u>	65,2	20,3	63,0	25,5
Total des emplois	307,3	95,6	233,1	94,3
Adjustement (Emplois-Sources)	14,0	4,4	14,0	5,7

L'importance des sources internes de financement frappe immédiatement. Celles-ci atteignent près de 70% du total alors qu'en Belgique elles oscillaient entre 55 et 58%. Un écart de 8% seulement les sépare de la formation brute de capital calculée en pourcentage des ressources totales. Cet écart s'élevait à plus de 30% pour les entreprises belges. Cette puissance de l'autofinancement est encore plus accusée si on se limite aux données concernant uniquement les sociétés non agricoles et non financières. Le tableau 9 révèle pour celles-ci un taux d'autofinancement égal à l'unité. Seules les années 1963 et 1964 manifestent pour ces sociétés une formation brute de capital légèrement supérieure à leur épargne brute.

La capacité des sociétés américaines de s'autofinancer dans des proportions aussi spectaculaires découle de l'ampleur des profits réalisés et des modalités d'utilisation de ceux-ci : dotations d'amortissements considérables s'élevant à plus de 75% de la formation brute de capital fixe (immobilisation), taux élevé de rétention des bénéfices (1).

C'est à partir de cette prépondérance de l'autofinancement que doit s'interpréter la structure des sources externes de financement.

Des sociétés capables de financer par leurs bénéfices non distribués et leurs amortissements l'intégralité de leurs investissements et de leur accumulation de stocks seront

(1) Ce taux de rétention manifeste depuis la guerre une tendance structurelle à la hausse. Quoiqu'une comparaison internationale soit hasardeuse en raison de la différence des conventions comptables, il semble que le taux de rétention soit nettement plus élevé aux Etats-Unis qu'en Belgique (cfr. tableau 7). Voir A. SIAENS, Structure de l'épargne et conjoncture des capitaux, Louvain, 1968, p. 110, et R. GOFFIN, L'autofinancement des entreprises, Sirey, Paris, 1968.

naturellement peu incitées à émettre des actions, surtout dans un pays où la législation fiscale favorise l'endettement encore davantage que la législation fiscale belge (1). Aussi les émissions d'actions représentent-elles à peine 1,3% des sources de financement des entreprises (et 1,7% de celles des sociétés). Rappelons qu'en Belgique la proportion correspondante s'élevait à plus de 8%. Le moindre recours des entreprises américaines aux émissions d'actions ne les a pas empêché d'atteindre un taux de 71% de fonds propres (épargne brute + émissions d'actions) dans l'ensemble de leurs ressources. En dépit d'abondantes émissions d'actions, les entreprises belges de leur côté ne dépassent guère un pourcentage de 66% de fonds propres. La confrontation de ces pourcentages à ceux de la formation brute de capital dans l'emploi des ressources accentue encore la faiblesse des ratios financiers des entreprises belges par rapport à ceux des entreprises américaines. La supériorité des ratios américains est confirmée par l'examen des bilans d'un échantillon représentatif des sociétés industrielles américaines d'où il ressort qu'à fin 1964 le ratio actif net/actif à long terme s'élevait à environ 1,35, ce qui signifie que les fonds propres dépassaient largement l'immobilisé (2). A titre de comparaison, une étude menée par la Kredietbank sur base des bilans publiés en 1965 de 300 sociétés industrielles et commerciales belges révèle

(1) Le crédit d'impôt ne vient pas comme en Belgique alléger les effets de la double imposition des bénéfices des sociétés.

(2) Federal Trade Commission, Quarterly Financial Report for Manufacturing Corporations, 4e. trimestre 1965.

un ratio correspondant de 0,83 (1). Sans doute ces chiffres ne peuvent-ils être utilisés qu'avec prudence, mais ils donnent une idée du fossé qui sépare les structures financières des entreprises des deux pays.

La solidité des structures financières des entreprises américaines leur permet d'emprunter des sommes considérables, que ce soit sous forme d'obligations, d'emprunts hypothécaires ou d'emprunts bancaires. Le financement par émission d'obligations est particulièrement développé et contraste avec le caractère marginal qu'il revêt auprès des entreprises belges. L'intervention massive des investisseurs institutionnels n'est pas étrangère, nous l'avons vu, à ce développement.

Le financement par emprunts hypothécaires concerne surtout les entreprises agricoles ou non sociétaires.

Les emprunts bancaires enfin interviennent pour 5,2% seulement (3,5% si on se limite aux sociétés) dans l'ensemble des sources alors qu'en Belgique leur part était de plus de 10%.

D'une manière générale, surtout en ce qui concerne les sociétés, l'emprunt finance avant tout un accroissement des actifs financiers de l'entreprise. Cet accroissement représente plus de 20% de l'emploi des ressources (25,5% si on se limite aux sociétés) alors qu'en Belgique 10% des ressources seulement recevaient cette affectation. Le tableau 14 montre que cet accroissement est essentiellement le fait des sociétés, les entreprises agricoles ou non sociétaires n'ayant accru leurs actifs financiers que pour un montant minime. Les actifs financiers nouveaux des sociétés sont formés pour plus de la moitié de crédits à la clientèle (crédits entre entreprises)

(1) Kredietbank, Synthèse des bilans publiés en 1965 d'environ 300 sociétés industrielles et commerciales dont les titres sont cotés en bourse. Cité par la Commission Gouvernementale pour l'Etude des problèmes du financement de l'expansion économique, Annexe au 2e. rapport, p. 123

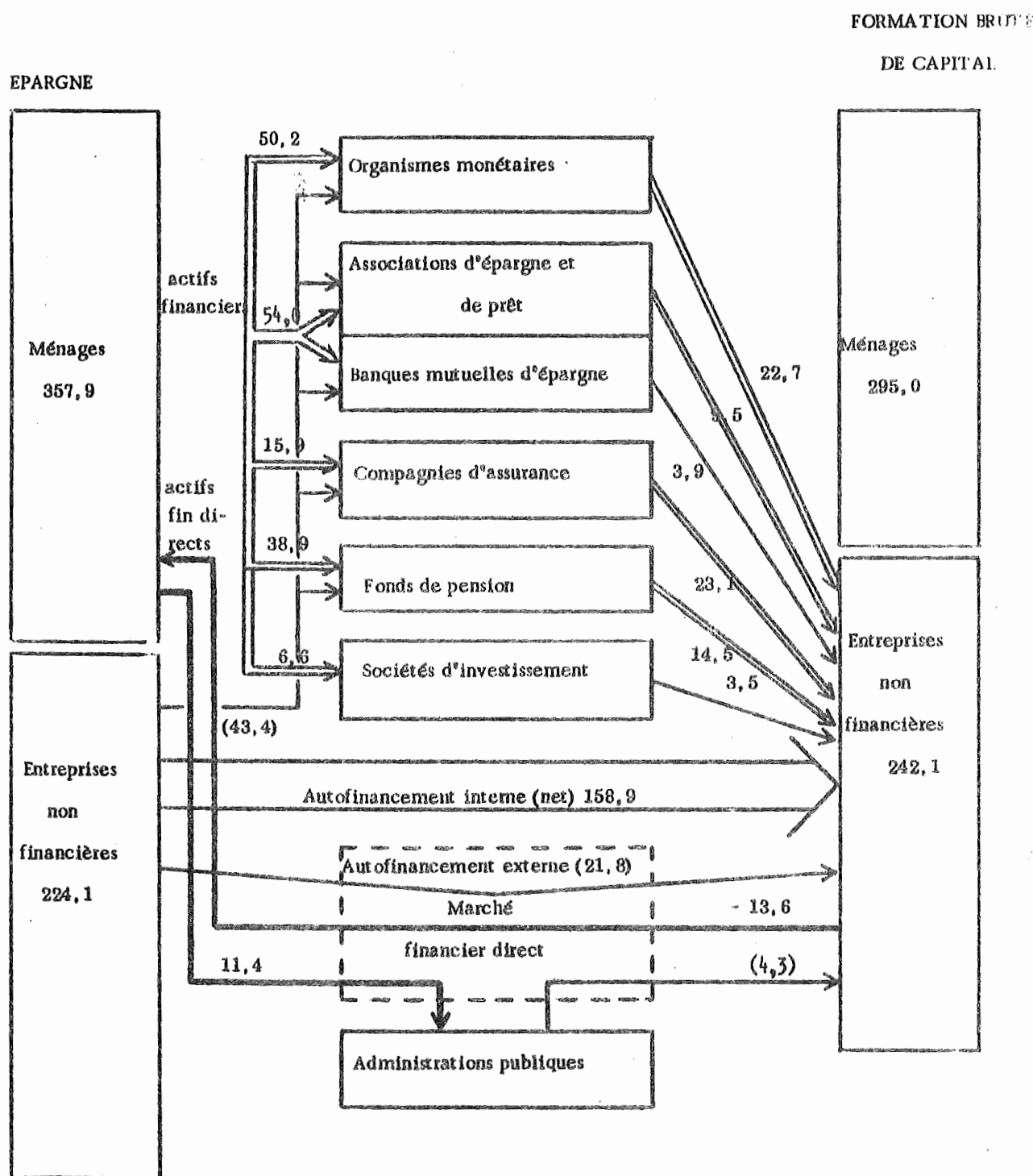
ou aux consommateurs, formes de crédit particulièrement développées aux Etats - Unis.

Résumant cette partie de notre recherche, le tableau 14 rassemble un schéma général comparable à celui du tableau 6 les principaux flux allant directement ou indirectement de l'épargne des agents économiques à la formation brute de capital des entreprises non financières (1). Il s'agit de flux cumulés pour les quatre années 1961-64 venant financer une formation brute de capital de 242,1 milliards.

Comme le tableau 6, le tableau 14 constitue un point de départ d'où pourront se développer quelques réflexions sur la signification de la propriété des moyens de production dans le cadre contemporain. C'est à ces réflexions que sera consacrée la troisième et dernière partie de ce travail.

(1) Pour une discussion plus détaillée de ce tableau, voir Bernard SNOY, op. cit., p 218-220.

Tableau 14 Principaux flux intervenant dans le financement des entreprises non financières américaines (flux cumulés 1961-64 en milliards de dollars)



(I) Comme au tableau 6, ce montant est obtenu en soustrayant de l'épargne brute des entreprises leurs acquisitions nettes d'actifs financiers.

Troisième Partie

Structures de Financement et relations de pouvoir.

Le tableau que nous avons dressé des flux financiers dans les économies belge et américaine constitue une utile toile de fond pour la théorie macro-économique, en particulier pour la théorie de l'épargne, de l'investissement et de l'intermédiation financière. Il permet de juger du réalisme des hypothèses de la théorie économique dans des cadres institutionnels différents et évolutifs. En ce sens nos tableaux de flux mettent en valeur des éléments structurels à intégrer pour chacun des deux pays étudiés dans la partie " marchés financiers " d'un modèle macro-économique d'ensemble. L'intégration des structures mises à jour par les deux premières parties de ce travail, dans de tels modèles dépasse toutefois le cadre de cette étude et nous le laissons à des recherches futures.

Une autre orientation de recherche retiendra davantage notre attention : il s'agit des implications des structures de financement, telles que nous les avons décrites tant pour les entreprises belges que pour les entreprises américaines, sur la signification contemporaine de la propriété privée et d'une manière générale, sur les relations de pouvoir entre groupes d'agents économiques. Nous nous contenterons de formuler quelques hypothèses laissant à des recherches ultérieures le soin de les élaborer davantage.

A Autofinancement et indépendance de l'Entreprise.

Il semble raisonnable d'avancer que l'indépendance d'une entreprise à l'égard des agents extérieurs de financement sera d'autant plus grande qu'elle est en mesure de s'autofinancer. Inversément le pouvoir des agents extérieurs du financement sur l'entreprise sera une fonction croissante, d'une part de la place des sources externes dans l'ensemble des sources de financement et d'autre part de la place de ces mêmes sources externes dans le financement de sa formation brute de capital, le second rapport

étant sans doute plus significatif, pour autant bien sur qu'il puisse être calculé d'une manière non arbitraire.

Cette première hypothèse est celle dont l'application pose le moins de problèmes. Ainsi les entreprises américaines, avec un pourcentage de 70% de ressources internes (dans l'ensemble de leurs ressources) et un taux d'autofinancement de la formation brute de capital égal à l'unité (1), auront a priori peu de peine à faire respecter leur indépendance à l'égard des autres groupes d'agents économiques. Sur ce point, nous rejoignons la théorie de John K. GALBRAITH qui replace l'autofinancement dans la tendance générale du système industriel à la planification privée de l'offre des facteurs (2).

L'image de puissantes sociétés planifiant leur alimentation interne en capitaux et indépendantes de tout contrôle extérieur ne semble pas pouvoir s'appliquer aux entreprises belges, si l'on s'en tient aux données agrégées que présentent les tableaux 8 et 9, Ceux-ci avancent une proportion de 56% environ pour les ressources internes dans l'ensemble du financement et un taux d'autofinancement situé entre 58 et 65%. A priori il semble donc que l'indépendance des entreprises belges soit largement compromise par l'importance du financement externe. Pour apprécier le degré de dépendance des entreprises belges, il nous faut maintenant faire appel à des hypothèses complémentaires.

(1) Voir Deuxième partie ci-dessus.

(2) John K. GALBRAITH, The New Industrial State, London, Hamilton, 1967, p. 39 ;
Voir aussi, Alex JACQUEMIN, L'Entreprise et son pouvoir de marché, P. U. F., 1967, p. 58 et sq.

B. Institutionnalisation et concentration du financement.

Nous avançons comme deuxième hypothèse que le pouvoir d'un agent extérieur déterminé sur l'entreprise sera une fonction croissante de sa part relative dans le financement externe de l'entreprise ; le pouvoir augmente comme on peut s'y attendre avec la concentration.

L'institutionnalisation croissante du marché des capitaux fournit une illustration pratique de cette hypothèse. Au siècle dernier et encore à l'époque de Keynes, une fraction substantielle de l'épargne des particuliers finançait directement les investissements industriels. Le marché des capitaux était relativement atomistique et la concurrence pouvait y paraître parfaite. Aujourd'hui, l'institutionnalisation de l'épargne financière des ménages semble irréversible. Elle est totale, en termes de flux nets, aux Etats-Unis et partielle en Belgique où les actifs financiers directs interviennent encore pour près d'un cinquième de l'épargne financière. Par rapport à une grandeur macro-économique comme le revenu national, elle porte cependant sur des valeurs plus élevées en Belgique qu'aux Etats-Unis en raison de la plus grande capacité de financement des ménages belges.

La conséquence de l'institutionnalisation de l'épargne des ménages est de substituer au faisceau décentralisé des flux de financement issus des ménages, des flux de financement considérables contrôlés par les institutions. Toutefois c'est moins l'institutionnalisation de l'épargne des ménages que celle du financement des entreprises qui s'avère significative en termes de pouvoir.

A cet égard l'institutionnalisation paraît également plus poussée aux Etats-Unis qu'en Belgique où environ 60% seulement du financement externe sont assurés par les intermédiaires financiers (tableau 5) par opposition à 80% aux Etats Unis (tableau 12). Mais encore une fois, par rapport au revenu national,

l'institutionnalisation porte sur des sommes nettement plus élevées en Belgique qu'aux Etats-Unis en raison de l'ampleur du besoin de financement des entreprises belges.

Au-delà de l'institutionnalisation c'est la concentration du financement externe des entreprises entre les mains de quelques institutions ou quelques groupes d'institutions qui déterminera l'influence potentielle de celles-ci. A cet égard un premier enseignement quant aux intermédiaires financiers américains peut être tiré du tableau 12. Celui-ci nous apprend que le groupe des banques commerciales et celui des compagnies d'assurance représentent chacun près d'un quart du financement externe et qu'ils sont suivis de près par les fonds de pension. C'est donc auprès de ces institutions que l'on pourrait en principe rechercher de nouvelles sources de pouvoir.

Quant aux intermédiaires financiers belges assurant le financement extérieur des entreprises, les tableaux 4 et 5 nous apprennent qu'ils sont dominés par deux groupes ; les paraétatiques financiers et les banques de dépôts avec respectivement 28 et 26% de ce financement extérieur (ou 48 et 45% des flux allant des intermédiaires financiers aux entreprises). Au contraire des intermédiaires financiers américains, leur contribution au financement des entreprises prend essentiellement la forme de crédits. La concentration de crédits importants dans les mains de quelques institutions peut être la source de relations de pouvoir que nous essaierons brièvement de cerner au paragraphe D. ci-dessous.

C. Servitude et grandeur des actionnaires.

Dans l'appréciation des relations de pouvoir, il importe de tenir compte également de la forme juridique que revêt le financement externe des entreprises. A cet égard les tableaux de flux que nous avons établis soulèvent la question d'une part du degré de souveraineté de l'actionnaire, d'autre part du pouvoir de fait exercé par les grands créanciers.

Observée déjà en 1923 par Thorstein VEBLEN (1) et en 1929 par BERLE ET MEANS (2), la séparation du pouvoir et de la propriété dans la grande entreprise est devenue aux Etats-Unis aujourd'hui un lieu commun (3). Cette séparation trouve sa source dans l'émiettement du capital et l'avènement de la grande dimension qui place le contrôle de l'entreprise hors de portée des individus et des familles les plus fortunées (4). A ces facteurs l'on peut ajouter le remplacement progressif du capital par le "savoir organisé" en tant que facteur de production rare et générateur de pouvoir (5).

(1) Thorstein VEBLEN, Absentee ownership and business enterprise in recent times, New York, 1923, p. 82-100.

(2) Adolf A. BERLE and Gardner C. MEANS, The modern corporation and private property, New-York, 1929.

(3) E. S. MASON, The Corporation in modern society, New York, Atheneum, 1966, p. 5.

(4) Une étude récente par Robert LARNER, Ownership and Control in the 200 largest non financial corporations, 1929 and 1963, American Economic Review, sept. 1966, p. 480-487, montre qu'au sein des 200 plus grandes sociétés non financières américaines le pourcentage des sociétés contrôlées par leur management est passé de 44% en 1929, à 85% en 1963.

(5) John K. GALBRAITH op. cit., p. 60.

En Belgique, la dimension des sociétés est moindre et le processus de dispersion des actions s'est développé moins vite. Le phénomène caractéristique semble être celui des "groupes financiers", eux-mêmes dominés par des "minorités de contrôle" (1). Dans bien des cas le pouvoir de ces minorités de contrôle semble encore lié à la propriété, mais à une propriété devenue infime en pourcentage du capital des entreprises.

Cette vision des choses est nuancée par les résultats de notre recherche. En ce qui concerne tout d'abord le marché belge des actions, ces résultats mettent en valeur deux contrepoids potentiels aux tendances d'indépendance du management. Le premier contrepoids se trouve dans le caractère vendeur du marché des actions. En effet du côté de l'offre des actions nous trouvons des entreprises contraintes d'investir en raison de la concurrence internationale, limitées dans leurs ressources internes et contraintes sous peine de compromettre excessivement leurs structures bilantaires à rechercher une partie de leurs ressources externes sous forme de capitaux à risque. Or quel accueil l'offre d'actions rencontre-t-elle sur le marché des capitaux ? Certes, les ménages belges consacrent encore à l'achat d'actions une certaine fraction (moins de 5%) de leur épargne financière, tandis que leurs homologues américains sont vendeurs nets d'actions. Mais cette fraction connaît un déclin structurel. Quant aux intermédiaires financiers, loin de reprendre le relais des ménages comme les investisseurs institutionnels américains, ils se refusent sauf pour des montants dérisoires, à alimenter le marché des actions, ayant choisi de se spécialiser dans l'octroi de crédits directs. En conséquence, l'inélasticité de la demande d'actions tend à placer les sociétés belges dans une position de dépendance à l'égard du marché et des actionnaires potentiels.

(1) Centre de Recherche et d'Information Socio-Politiques (C. R. I. S. P.), Morphologie des groupes financiers, Bruxelles, 1966.

Un deuxième contrepoids à l'indépendance du management vient du caractère spécifique du système belge de diffusion des valeurs mobilières par l'intermédiaire des banques commerciales. En effet, la non-institutionnalisation du marché belge des actions ne doit pas donner l'illusion d'un émiettement complet. Les banques commerciales souscrivent aux émissions de titres des entreprises et les revendent au détail à leurs clients par le réseau de leurs succursales répandues dans le pays tout entier. Il nous semble incontestable que ce rôle de diffusion des valeurs mobilières, et en particulier des actions, confère aux banques de dépôts un pouvoir considérable. Le refus par les banques commerciales de vendre les actions d'une société à leurs guichets serait aussi grave pour cette société que le refus d'un prêt important. Rien ne permet de dire si des pressions de ce genre sont effectivement exercées par les banques commerciales belges à l'égard des entreprises. La seule possibilité de les exercer suffit cependant à accroître le pouvoir de ces intermédiaires financiers.

Les résultats de notre recherche font apparaître une image différente pour le marché américain des actions. Là les relations de pouvoir semblent soumises à deux influences contradictoires : l'inélasticité de l'offre d'actions et l'institutionnalisation du marché. En raison de leur puissante structure financière les entreprises américaines ne ressentent nullement le besoin d'émettre des actions. Leurs émissions d'actions ne représentent qu'une très faible contribution à leur financement externe. Sur le marché des actions, ces émissions s'avèrent nettement insuffisantes pour répondre à la demande croissante des investisseurs institutionnels qui alimentés par le flux régulier de l'épargne contractuelle des ménages et désireux de se mettre à l'abri des dépréciations monétaires s'orientent systématiquement vers les placements à revenu variable. C'est donc ici l'offre d'actions qui paraît inélastique face à une demande croissante.

Seules des ventes massives d'actions des ménages aux institutions sur le marché secondaire, encouragées d'ailleurs pendant la période étudiée par la hausse des cours, ont permis de rétablir l'équilibre en comblant le fossé entre l'offre et la demande. En termes de pouvoir, on peut avancer l'hypothèse que la dépendance des entreprises à l'égard des actionnaires potentiels sera réduite au minimum puisque ceux-ci doivent surenchérir pour acquérir cette qualité.

Cependant l'institutionnalisation de la demande d'actions et le remplacement en dehors de toute émission nouvelle des actionnaires individuels par des actionnaires institutionnels à la suite des transactions sur le marché secondaire contiennent en germe au moins la possibilité d'une inversion du courant et d'un contrôle accru du capital sur la gestion des entreprises. Les chiffres du tableau 12 sont à cet égard impressionnants. En quatre ans les ménages auraient vendu pour 11,3 milliards d'actions, tandis que les sociétés émettaient seulement pour 4,2 milliards d'actions nouvelles. Du total, 9 milliards, soit près des deux tiers auraient été rachetés par les fonds de pension privés, le reste se partageant entre les sociétés d'investissement et les compagnies d'assurance. Par opposition aux actionnaires individuels, les investisseurs institutionnels tendent à investir à long terme et leurs achats se concentrent sur les actions des sociétés les plus importantes et les plus influentes dans l'économie nationale (1). Il ne semble pas jusqu'à présent que les fonds de pension, ni les autres investisseurs institutionnels aient usé de manière appréciable à l'égard des entreprises du pouvoir de contrôle que leur confère leur portefeuille en actions.

(1) Paul HARBRECHT, Pension Funds and economic power, New York Twentieth century fund, 1959.

Ils ont en tout cas évité de faire apparaître leur puissance au grand jour et se sont le plus souvent limités à vendre les actions des sociétés qui ne leur donnait pas satisfaction. Cette timidité est-elle le signe que les dirigeants des institutions financières sont eux-mêmes englobés dans la "technostructure" et ont partie liée avec les managers des grandes sociétés industrielles. Il est difficile d'y répondre (1). En toute hypothèse, la direction des entreprises américaines paraît beaucoup moins dépendante des actionnaires que celle des entreprises belges.

D. Le pouvoir des grands créanciers institutionnels.

Une autre conclusion majeure pour l'économie belge se dégage de notre travail. Nous avons vu au tableau 8 que les entreprises belges ne finançaient par fonds propres (sources internes plus actions) que 70% environ de leur formation brute de capital. Les émissions d'obligations étant par ailleurs insignifiantes et les apports directs de fonds étrangers mis à part, nous avons évalué à 18 ou 24% environ la part de la formation brute de capital devant nécessairement être financée par l'emprunt. Ceci suggère la faiblesse des ratios financiers des entreprises et réciproquement la puissance des créanciers.

L'emprunt est obtenu essentiellement de deux catégories d'intermédiaires financiers : les banques commerciales et les para-étatiques de crédit qui interviennent presque à égalité dans le financement externe des entreprises, les seconds étant cependant nettement plus orientés vers le financement à long terme. Outre leur rôle prépondérant dans le financement des investissements, les para-étatiques de crédit constituent un groupe plus concentré que les banques de dépôts

(1) Ernest DALE, Management must be made accountable, Harvard Business Review, March-April, 1960, p 49-59.

Ce groupe est dominé par deux grandes institutions : la S. N. C. I. et la C. G. E. R. dont les crédits pris individuellement constituent sans doute les flux les plus importants allant d'une institution à l'ensemble des entreprises (tableau 6)/. Ceci nous paraît de nature à leur conférer un pouvoir très considérable. Quant aux banques de dépôts, seule une meilleure connaissance des flux de financement issus des principales d'entre elles pourrait nous apprendre quel est le degré de concentration ou de dispersion du pouvoir global que confère à leur groupe une part de 26% environ dans le financement externe des entreprises (tableau 7) (1).

En conclusion, il apparaît que par opposition à la situation des entreprises américaines, les structures du financement des entreprises belges tendent d'une manière cumulative à placer celles-ci dans une position de dépendance à l'égard des agents économiques qui assurent leur financement externe : faiblesse de l'autofinancement, inelasticité de la demande d'actions, institutionalisation de la diffusion des valeurs mobilières, concentration des prêts à long terme dans les mains de quelques organismes, droit de regard de l'Etat, lié à l'octroi de sa garantie ou d'un subside au taux d'intérêt(2). Dans ce tableau les particuliers n'apparaissent qu'à titre subsidiaire. Que signifient dès lors leurs droits de propriété dans le cadre contemporain. C'est à ce problème que nous consacrerons nos dernières réflexions.

(1) Une étude récente de Franklin EDWARDS, Regulation and competition in European financial markets : the case of banking in Belgium Louvain, Document de travail C. R. I. D. E. 702, 1970, souligne la faiblesse de la concurrence au sein du secteur bancaire et la tendance générale du marché financier à la réglementation tant privée que publique. Les restrictions à la concurrence tendent selon nous à renforcer la position des banques à l'égard des entreprises emprunteuses.

(2) Sur le droit de regard de l'Etat, voir Bernard SNOY, op. cit. p. 251-253. Voir aussi supra Première partie in fine.

E. Au-delà de la propriété.

Abordée en termes de flux, la propriété des particuliers semble avoir complètement changé de nature : l'épargne, c'est-à-dire, la frange non consommée qui s'ajoute chaque année au patrimoine (ou à la propriété sensu lato) des particuliers ne comporte plus (cas des Etats-Unis) ou presque plus (cas de la Belgique) de droits directs à l'égard des biens de production. A côté des constructions résidentielles, les nouvelles granges du patrimoine des particuliers se composent entièrement ou presque entièrement de créances sur les intermédiaires financiers, qui se chargent à leur tour de financer la portion non autofinancée de la formation brute de capital des entreprises.

En principe bien sur les particuliers restent toujours les propriétaires de tous les moyens de production, toute entreprise revenant finalement à des hommes, fût-ce par le truchement des institutions. Mais l'interposition toujours croissante non seulement de la grande société anonyme mais encore de l'intermédiation financière entre la propriété de l'épargne et son affectation productive fait de plus en plus écran à toute relation de pouvoir allant de l'une à l'autre.

De son côté le pouvoir de décider de la forme spécifique que prendra l'accumulation des moyens de production semble se concentrer chaque jour davantage dans les mains des managers ou d'une manière plus générale de la technostructure. Celle-ci est d'autant plus souveraine que l'entreprise est en mesure de s'autofinancer, c'est à dire, de cumuler les fonctions d'épargne et d'investissement dans des proportions équivalentes, ce qui est la situation dominante aux Etats-Unis.

En Belgique, au contraire, l'indépendance des mánagers est sérieusement limitée par le contrepoids des grands intermédiaires financiers qui interviennent dans le financement extérieur des entreprises. Mais ce contrepoids reste institutionnel et les individus comme tels jouent un rôle de plus en plus effacé.

Selon Paul HARBRECHT (1), cette évolution peut s'interpréter comme reflétant le passage de la société d'un système dominé par les relations de propriété à un système dominé par les relations de pouvoir. Il donne à ce nouveau système le nom de " paraproprietal society " et le définit comme un système où " les relations de l'homme aux biens matériels ne déterminent plus sa place dans la société, mais où sa place dans la société détermine au contraire sa relation aux biens matériels ".

Qu'e sera effectivement cette société " au-delà de la propriété " ? Comment assurera-t-elle à la personne humaine la sphère indispensable de liberté, de responsabilité et de sécurité, qui constituait la justification traditionnelle de la propriété privée des moyens de production ? Quel sort réservera-t-elle à une " propriété qui règne, mais ne gouverne pas ", et aux revenus appréciables que celle-ci continue à tirer de l'expansion économique ? Nous livrons ces questions à la recherche interdisciplinaire des moralistes, des économistes, des sociologues et des juristes.

(1) Paul HARBRECHT, op. cit. , p. 287.