

La SOUVERAINETE FINANCIERE

La solidité de l'€ repose sur la stabilité des cash-flows générés par les entreprises : renforcer la souveraineté financière constitue un défi commun pour les entreprises, les banques, les Etats et la BCE.

Rédacteur : Nicolas d'Hautefeuille

RESUME CONCLUSION :

Pour restaurer sa souveraineté financière, l'Europe ne se doit plus se focaliser uniquement sur la défense de sa monnaie par une gestion plus vertueuse des déficits publics : la solidité de l'€ se construit au niveau de chaque entreprise ; c'est leur capacité de génération de free cash-flow qui fonde le statut d'actif sans risque de l'€ par rapport au \$.

Restaurer la souveraineté financière nécessite d'atteindre 3 objectifs :

1. Reconstruire le SMI sur la base d'un principe de parité entre l'€ et le \$.
2. Emettre des *revenues bonds* afin de renforcer la stabilité de la notation AAA des dettes publiques européennes.
3. Faire reposer le caractère d'actif sans risque de l'€ sur le ratio « dette nationale sur free cash-flow » en faisant converger comptabilité publique et privée à travers la digitalisation comptable.

La valeur commune entre Europe et Etats-Unis (entre Athènes et Rome) c'est l'esprit des lumières qui repose sur le lien congénital entre économie de marché et démocratie. Transposer cet esprit des lumières à la finance nécessite de reconstruire la comptabilité.

Cet objectif d'un euro solide retrouvant son statut d'actif sans risque à parité avec le \$ ne doit pas être confondu avec celui d'un euro fort qui fragiliserait la croissance.

Le but est d'améliorer la cohérence et la comparabilité des ratios afin de réconcilier prix et valeur. Sur le plan macro-économique, la divergence entre cash-flows opérationnels générés par les entreprises et cash-flows financiers ajustés par les analystes est au cœur du cycle des crises financières analysé par Minsky : la réduction de cet écart est la condition sine qua non de la stabilité financière au niveau des entreprises et des banques, et de la souveraineté financière au niveau des Etats.

1^{er} OBJECTIF : La défense de la souveraineté nécessite de reconstruire le SMI

La reconstruction de la souveraineté nécessite de trouver le juste équilibre entre solidarité transatlantique et affirmation de son statut de grande puissance par l'Europe : **la souveraineté financière ne peut rester un concept mais doit devenir une politique.**

1^{er} constat : Les financiers ont (trop) longtemps écarté la souveraineté financière comme un concept suranné.

2^{ème} constat : L'€ est la clé de voute de la souveraineté financière en tant que politique

3^{ème} constat : Dans une situation de crise financière internationale, le caractère d'actif sans risque du \$ fragilise la stabilité financière l'Europe en créant un effet d'éviction pour capter la « *hot money* ».

A. Premier constat : Les financiers ont (trop) longtemps écarté la souveraineté financière comme un concept suranné.1. La finance repose sur une idéologie libérale qui cherche à dépasser la notion de souveraineté :

La City a une vision globale du monde ; la vision de Jean Monnet pour la construction européenne et celle de Keynes pour les accords de Bretton Woods sont fondées sur la même perception : les Etats sont un mal nécessaire mais le financier doit agir comme un « *man of the world* » : un citoyen du monde. La souveraineté est perçue comme une lubie française héritée de Louis XIV et de Colbert (NB : la reconstruction de la souveraineté européenne reste le socle du couple franco-allemand créé par le traité de l'Élysée de 1963).

C'est le rêve commun à Keynes et aux pères de l'Europe de remplacer le mercantilisme qui conduit à la guerre économique (et à la guerre tout court) par une « communauté » atlantique ou européenne refondant l'alliance entre Rome et Athènes : la libre circulation des personnes, des biens, des services et des capitaux garantie une paix reposant sur le libre-échange et l'amitié entre les peuples libres : la finance (comme la compétition sportive) doit transcender l'affrontement entre les Etats par une concurrence équitable entre entreprises multinationales.

2. L'Histoire reste incontournable : la perte de souveraineté financière conduit à la colonisation

- Sur le plan économique, la colonisation est fondée sur l'échange inégal : le prix s'écarte de la valeur.
- La monnaie est l'enjeu immédiat : le SMI est l'enjeu essentiel pour la construction d'un espace économique mondial optimisant l'allocation du capital, et donc la croissance rentable et responsable.

L'effondrement du système de Bretton Woods constitue la principale menace pour la souveraineté financière. Jacques de la Rosière dans son ouvrage de référence « 50 ans de crise financière » souligne que la France s'est vue souvent confiée par la communauté internationale le rôle de « dompter » la puissance américaine en la conduisant à accepter (comme Churchill l'avait fait à travers l'OTAN dans le domaine militaire) de mettre la domination du \$ au service du bien commun.

Face au retour de la menace des empires autoritaires (Russie, Turquie, Chine), l'alliance entre les Etats-Unis et l'Europe doit, comme au pire moment de la guerre froide, reposer sur les valeurs communes que Churchill avait exprimées avec tant de force dans son discours de Fulton le 5 mars 1946 : la presse n'a retenu que le rideau de fer, mais ce que Churchill a réussi à imposer aux Etats Unis c'est d'accepter de ne jouer qu'un rôle de « *primus inter pares* » en reconstruisant un ordre international respectant les principes démocratiques posés par la charte de l'ONU. Churchill s'inscrit dans la continuité de la politique britannique de la « *balance of power* » entre grandes puissances : l'Europe a vocation à jouer le rôle d'arbitre dans l'affrontement entre les Etats-Unis et l'Union soviétique (aujourd'hui la Chine) pour la domination mondiale.

2^{ème} constat : L'€ est la clé de voute de la souveraineté financière en tant que politique

La construction de l'€ reste un succès inachevé et donc fragile : la souveraineté financière de l'Europe nécessite une reconstruction du SMI afin de mieux réguler le pouvoir de création monétaire de la FED.

1. Le succès de l'€ : éviter une balkanisation économique qui aurait effondré la croissance

- L'€ a non seulement résisté mais est sorti renforcé de crises majeures : les taux sont les plus bas au monde assurant aux entreprises un atout compétitif et préservant la solvabilité de la dette publique ; mais l'€ est perçu comme une politique macroéconomique bancal car ne reposant que sur une jambe : l'équilibre budgétaire reste le socle de la stabilité monétaire. L'Europe se trouve de ce fait confronté à un problème politique : comment respecter la souveraineté fiscale des Etats en l'absence d'une légitimité démocratique forte des institutions européennes ?
- Ce blocage de la construction européenne n'est que la partie émergée de l'iceberg ; en effet, ce qui garantit l'assiette fiscale des Etats (et donc leur solvabilité) c'est la capacité d'épargne des ménages et des entreprises. **L'équilibre budgétaire repose d'abord et avant tout sur la compétitivité des entreprises européennes** ; « *faite moi une bonne politique et je vous ferai de bonnes finances* » disait à Colbert à Louis XIV. Aujourd'hui, la vérité s'est inversée : c'est la solidité financière des entreprises et des ménages qui fonde la solvabilité de la dette publique des Etats, et donc leur souveraineté.

2. La fragilité de l'€ : le paradoxe actuel est que le \$ conserve son statut d'actif sans risque, alors que c'est l'explosion de la dette américaine qui menace la stabilité du SMI

L'actif sans risque est défini par les agences de notation (toutes américaines) qui régulent de ce fait le pouvoir de création monétaire des Etats. En effet, cette notion d'actif sans risque est le fondement de la confiance et donc de la solidité de tout système financier ;

- ✓ Dans les faits, le précieux « AAA » des agences de notation a quasiment disparu des marchés obligataires :
 - La France n'est notée que AA ; le Royaume Uni a été dégradé à AA- suite au BREXIT, le Japon est A+ et même les Etats-Unis ne sont plus notés AAA par S&P ;
 - Seuls les Bunds et le Franc suisse jouent ce rôle d'actif sans risque pour l'Europe
- ✓ Les agences avaient pourtant redéfini leur échelle de notation en basculant d'une logique de probabilité de perte vers une logique de probabilité de défaut : un AAA ne garantit plus l'absence de risque mais uniquement une probabilité de défaut inférieure à une notation AA. Cette méthodologie facilite a priori l'ancrage en AAA des notations de la dette publique, mais en zone euro, la majorité de la dette publique n'est plus AAA ni même AA, ce qui complexifie considérablement la tâche de la BCE.

3^{ème} constat : Dans une situation de crise financière internationale, le caractère d'actif sans risque du \$ fragilise la souveraineté financière l'Europe en créant un effet d'éviction pour capter la « hot money ».

L'ouvrage de référence sur les dysfonctionnements du SMI est celui de Jacques de Larosière : « 50 ans de crise financière ». Ce qui ressort de cette analyse magistrale est la naïveté de l'Europe qui a laissé les Etats-Unis imposer le \$ comme l'actif sans risque du SMI, tout en refusant tout contrôle sur le pouvoir de création monétaire exorbitant que lui confère ce statut. Jacques de la Rosière écrit : « *En regardant ces événements avec le recul du temps, je ne me sens pas particulièrement fier des accords de la Jamaïque (NB : 7 et 8 janvier 1976) : la réalité était que le flottement était libre. L'illusion était que cette liberté pourrait être contrôlée et constituer un système. On a sous-estimé à l'époque la portée de l'effondrement du système de Bretton Woods.* ». La question existentielle pour la souveraineté de l'Europe que pose Jacques de Larosière est de savoir si la course à l'endettement qui menace la stabilité du SMI ne résulte pas de cette absence de mécanisme d'autorégulation du pouvoir de création monétaire de la FED ? Sur la base de ces 3 constats, il apparaît nécessaire de changer les paradigmes de la souveraineté financière : l'enjeu est moins macro-économique (ie le retour à l'équilibre budgétaire des Etats) que micro économique (ie la rentabilité des investissements publics financée par la dette et surtout l'accélération de la croissance rentable des entreprises).

2^{ème} OBJECTIF : Les dettes publiques européennes doivent retrouver un accès à la notation AAA afin de pouvoir capter la « *hot money* » en situation de crise.

Cet objectif nécessite de faire converger les méthodologies de comptabilisation et de notation des dettes publiques américaine et européenne à travers l'émission de « *revenue bonds* » par la Communauté européenne.

Le pacte de stabilité pour la reconstruction du SMI doit être recentré sur cette définition de l'actif sans risque qui doit respecter le principe de la parité entre l'€ et le \$:

- Dans le cadre des accords de Bretton Woods, ce rôle n'était plus joué par les réserves d'or des banques centrales mais par la parité fixe de conversion du \$ en or. Jacques de Larosière en tant que Président du FMI a fait publier les « white papers » sur la négociation des accords de Bretton Woods en juillet 1944 (au moment où l'Europe était encore envahie et donc incapable d'affirmer sa souveraineté). L'accord a donc été principalement négocié entre le Royaume-Uni qui renonce au statut de monnaie de réserve de la £ et les Etats-Unis qui accepte en contre-partie de financer la reconstruction de l'Europe.
- Aujourd'hui, du fait du basculement vers un système de change flottant, c'est la stabilité de la notation obligataire AAA de la dette publique (telle que définie par la méthodologie des agences de notation) qui conditionne l'accès à la liquidité en situation de crise financière. S&P, Fitch et Moody's jouent donc de facto (davantage encore que l'OCDE ou le FMI ?) le rôle de garants de la stabilité financière.

Sur le plan macro-économique, la solidité du SMI repose (tout particulièrement en situation de crise) sur la libre circulation des capitaux : celle-ci doit restaurer l'équilibre entre balance commerciale et balance des paiements. Ce mécanisme d'ajustement des prix à travers l'évolution des parités monétaires a été théorisé par Ricardo dans sa description du mécanisme du libre-échange entre le drap anglais et le vin portugais.

Keynes souligne dans sa théorie générale que Ricardo synthétise d'une façon magistrale la confiance de la théorie classique dans l'ajustement entre investissement et épargne à travers l'évolution de la valeur de la monnaie. **La monnaie chez Ricardo n'est pas un voile** : c'est le baromètre qui rééquilibre à travers des mécanismes de marché (ie la convergence entre le prix et la valeur) les écarts de compétitivité entre les économies nationales.

- La méthodologie des agences menace la souveraineté financière si elle diffère pour la dette publique américaine (qui conserve l'accès au AAA / AA + et donc son statut d'actif sans risque) et la dette publique européenne.
- La dette publique européenne (notée de AAA pour la RFA à BB pour la Grèce) est actuellement « balkanisée » dans la méthodologie des agences car considérée comme non solidaire. Ceci génère un risque d'effet domino provoqué par la logique du maillon faible.

L'atteinte la plus immédiate à la solidité de l'€ par rapport au \$ tient au fait que malgré la solidarité économique, politique (voire militaire) qu'implique l'Union européenne, le « plafond souverain » est appliqué par les agences de notation aux entreprises (et surtout aux banques européennes), sans prendre le rehaussement lié au soutien de la BCE. Cette fragilité génère une logique du « maillon faible » pour l'€, comme l'ont démontré la crise Grecque, et plus récemment les difficultés de l'Italie.

- Pour la dette publique européenne, les agences se focalisent sur une vision du ratio comptable dette publique sur PIB. Cette méthodologie est la plus favorable aux Etats-Unis compte tenu de la faiblesse de

l'épargne de ses ménages et du surendettement de ses entreprises ; par ailleurs, contrairement au secteur privé, les agences n'ajustent pas les ratios pour harmoniser les choix comptables (cf notamment le « netting » dans la dette publique américaine de la part détenue par les fonds de pension des fonctionnaires américains, ou le sujet délicat des profits générés pour les banques centrales par le portage positif de montant considérable de dette obligataire dans le cadre du Quantitative Easing).

- Pour la dette publique domestique américaine ie les *municipal bonds* (NB : un marché d'une taille supérieure à celui de la dette publique française), les agences conservent, à juste titre, l'approche macro-économique se focalisant sur l'analyse de la solvabilité consolidée des dettes publiques et privées se focalisant sur l'assiette fiscale et donc la capacité d'épargne des acteurs privés. En effet, l'Etat dispose toujours du pouvoir de faire jouer le « fait du Prince ». **Le caractère sans risque de la dette publique est une notion autant juridique que financière** : le pouvoir de création monétaire est un privilège régalien. L'Etat ne peut faire défaut avant les autres créanciers nationaux puisqu'il peut à travers le contrôle des changes saisir les devises des entreprises et des ménages.

La création d'un actif sans risque AAA à l'échelle européenne conditionne la souveraineté financière de l'€ par rapport au \$. Les 2 enjeux sont :

1. Financer la transition énergétique et digitale par des *revenues bonds* notés AAA
2. Emanciper les agences de notation de la tutelle de la FED.

1. Comment faciliter le financement de la dette publique européenne sous forme de *revenue bonds* bénéficiant d'une notation AAA ?

Les *revenues bonds* diffèrent des obligations d'Etat classiques par le fait que sur le plan juridique, cette dette présente un caractère « *senior secured* » : les revenus fiscaux et taxes sont affectés au remboursement de la dette. Cela soulève d'ailleurs des problèmes de droit budgétaire en France ; en effet, la constitution interdit toute affectation des ressources à un emploi spécifique comme contraire au principe de l'unicité budgétaire (la CADES fonctionne dans la pratique sur la base d'une logique équivalente mais sur la base d'une taxe sociale).

Cependant, pour l'Europe du Nord attachée à la discipline budgétaire, les *revenues bonds* constituent un progrès en terme de gouvernance ESG puisque la mise en place de toute nouvelle dette publique est conditionnée par la rentabilité de l'investissement :

- Les *revenues bonds* sont conformes au principe du « monisme » que le préfet impose en France aux collectivités locales : le maire ou le Président d'une collectivité locale ne peut financer par de la dette une dépense d'investissement que si elle est adossée à une recette.
- La transposition de cette règle à l'échelle européenne limiterait l'utilisation de la dette aux seules dépenses d'investissement. Les « *revenues bonds* » respectent donc par construction la règle de l'équilibre budgétaire puisqu'ils ne financent que des dépenses d'investissements et non des déficits opérationnels.

Pour l'Europe du sud, les *revenues bonds* sont un facteur de désendettement puisqu'ils sont fondés sur une méthodologie similaire au financement de projet (ie ratio de couverture des annuités supérieure à 4 à 5 fois pour une notation AAA ?)

- Ce caractère *senior secured* des *revenues bonds* leur permet d'être ajustées comme une « *dette non recourse* » pour les Etats membres, c'est-à-dire déconsolidée de leur dette publique.
- Les *revenues bonds* constituent un facteur de soutien aux grands projets d'infrastructure nécessaires à la mise en place d'une « *green strategy* » dans le domaine des infrastructures.

2. Comment rééquilibrer la gouvernance des agences de notation afin qu'elles contribuent avec le FMI à la convergence entre politique monétaire et budgétaire ?

L'enjeu est de recomposer le « tour de table » de S&P et de Moody's en permettant aux « zinzins » européens de rééquilibrer l'emprise aujourd'hui trop forte des « zinzins » américains (et de la FED).

Une opportunité résulte du fait que l'ESMA a sanctionné Moody's sur un problème de conflit d'intérêt lié à la structure de son actionariat : le montant de l'amende reste symbolique mais le risque opérationnel pour Moody's est considérable ; en effet, cette décision lui interdit de noter toute entreprise dont ses actionnaires détiendraient une participation supérieure à 5%.

5. MCO is the parent company of the PSI and of the entities belonging to the PSI's group. Regarding the main shareholders of MCO, the PSI's group provided the following table⁸:

Name of shareholders	30 June 2013	30 June 2014	30 June 2015	30 June 2016	30 June 2017	30 June 2018
Berkshire Hathaway, Inc.	11.3%	11.4%	12.3%	12.8%	12.9%	12.86%
The Vanguard Group, Inc.	6.3%	6.8%	7.1%	7.6%	8.5%	8.72%
BlackRock Fund Advisors	5.6%	5.8%	6.0%	5.6%	5.4%	5.75%
TCI Fund Management, LTD	3.5%	5.2%	1.9%	0.1%	0.8%	0.9%
Capital World Investors (U.S.)	7.7%	7.0%	2.5%	1.4%	0.7%	0.7%

6. Considering that the CRA III Regulation⁹ requirements regarding conflicts of interests entered into force at the end of June 2013, account must be taken to the shareholders holding more than 5% of the PSI's capital/voting rights. Amongst them, Berkshire Hathaway ('BH') was above the 10% threshold.

Plus que la création d'une agence de notation européenne (solution envisagée puis écartée au moment de la crise du subprime), l'Europe doit surtout reconstruire sa souveraineté financière en reprenant le contrôle de la méthodologie des agences à travers la logique du « *back testing* » ; celle-ci consiste à vérifier par une démarche de « *data science* » la cohérence entre critères et pertinence des notations en termes de probabilité de défaut et de sévérité de pertes.

La BCE doit imposer le statut de monnaie de réserve de l'€ à parité avec le \$ à travers la notation AAA de la dette publique européenne.

- ***Bad money drives out good*** : la loi de Gresham reste le principal danger pour la souveraineté financière ;
- Les spreads de la dette publique en € vs \$ déterminent le coût du capital pour les banques et les entreprises : tout écartement du spread de la dette bancaire lié à une crise de la dette publique génère un risque de contagion qui fragilise la solvabilité des banques comme l'ont démontré les crises italiennes et grecques.

La solidité des notations des dettes publiques en € conditionne la stabilité financière de l'Europe, et donc sa souveraineté.

3ème OBJECTIF : Faire reposer la solvabilité de l'€ sur le ratio « dette nationale sur free cash-flow » en faisant converger comptabilité publique et privée.

Sur le plan macro-économique, la solidité d'une monnaie c'est l'EBITDA de ses entreprises ; la reconstruction de la souveraineté actionnariale des entreprises européennes constitue de ce fait le fondement de la protection de l'épargne publique. La solidité de l'€, c'est le statut d'actif sans risque de la dette publique européenne mais le sous-jacent économique de tout actif financier c'est le free cash-flow généré par les entreprises.

Le financement de la dette publique (à travers l'assiette fiscale) et de la dette privée (à travers l'épargne des ménages) repose sur la capacité de génération de free cash-flow des entreprises : la rentabilité des entreprises constitue la source de tous flux de liquidités : la croissance rentable est le véritable actif sans risque du SMI.

Plus que la parité fixe entre les monnaies ou par rapport à la « relique barbare » (ie l'or), c'est la croissance rentable des entreprises qui garantit la solidité financière des banques et la souveraineté financière des Etats.

L'Europe peut combler son retard dans la digitalisation financière si elle confirme son avance pour améliorer la communication extra-financière ie ESG des entreprises.

La convergence entre taxonomies ESG et digitale peut améliorer la comparabilité des ratios sur la rentabilité des capitaux engagés. Le rôle de la comptabilité c'est d'assurer le financement de la croissance rentable à travers une allocation du capital optimale reposant sur la convergence entre le prix et la valeur.

La manipulation des données comptables par les entreprises américaines (et plus encore chinoises) constitue un risque encore plus important que les manipulations monétaires de la FED pour la souveraineté financière de l'Europe.

- A. LE « CAPITALISME RESPONSABLE » : un levier pour reconstruire la souveraineté financière des entreprises européennes.
- B. LA DIGITALISATION ne doit plus être subie mais planifiée par les entreprises européennes pour éviter les manipulations des ratios par les data providers.

A. LE « CAPITALISME RESPONSABLE » : un levier pour reconstruire la souveraineté actionnariale des entreprises européennes.

Le consensus international sur la mise en place d'une régulation ESG a été recréée par l'élection de Biden ; mais l'affrontement se déplace du domaine politique aux enjeux techniques ; l'Europe commence (enfin !) à prendre conscience que la maîtrise des normes est « *instrumental* » pour optimiser les stratégies industrielles et financières de ses entreprises. L'affrontement entre IASB et EFRAG sur la pertinence d'une régulation globale ou régionale constitue un enjeu similaire pour la souveraineté financière de l'Europe que la création de l'€ pour pallier à l'effondrement du système de Bretton Woods.

La refonte de la gouvernance l'EFRAG doit permettre de combler le vide généré pour la souveraineté financière par le départ du Royaume-Uni de l'Europe.

- La Banque d'Angleterre continue à bénéficier du rayonnement international des élites d'Oxbridge qui lui permettent de parler d'égal à égal avec la FED et la SEC.
- A contrario, l'Europe continentale souffre de ses divisions : la conception trop Colbertiste (ie « étatique ») de la comptabilité en France s'oppose à une vision libérale faussement « naïve » des Pays-Bas et de l'Allemagne, toujours prêts au nom de la solidarité atlantique à soutenir tous les projets de régulation venant des Etats-Unis, même quand les entreprises (ou les banques) américaines ne les appliquent pas (cf les normes IFRS ou la régulation bancaire des accords de Bâle).

La recherche d'une 3^{ème} voie surmontant ces querelles de chapelle constitue tout l'enjeu des rapports de Jean-Paul Gauzes (président de l'EFRAG) et de Patrick de Cambourg (Président de l'ANC, l'autorité nationale de la comptabilité) ; l'affirmation de la compétence de l'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group qui conseille la Commission européenne sur la régulation comptable et ESG) pour la mise en place de la taxonomie ESG participe à la reconstruction de la souveraineté comptable de l'Europe : le capitalisme responsable est une réaffirmation par l'Europe de sa souveraineté réglementaire.

Mais au-delà de cet enjeu politique, le défi est économique : le capitalisme responsable doit concilier croissance rentable et durable à travers une meilleure allocation du capital des entreprises.

L'ESG améliore la croissance rentable à travers 3 leviers :

1. le financement de la transition énergétique et digitale (ie amélioration de l'allocation du capital)
2. le renforcement du lien entre prix et valeur (ie test du goodwill)
3. la convergence entre comptabilité publique et privée (ie digitalisation de la comptabilité nationale)

1^{er} levier : ESG & transition énergétique et digitale ; améliorer l'allocation du capital des entreprises nécessite que la comptabilité permette une meilleure analyse de la rentabilité des capitaux engagés.

L'ESG optimisera l'allocation du capital des entreprises si elle permet une meilleure analyse de l'évolution de la rentabilité des capitaux engagés. L'enjeu méthodologique est de remplacer le DCF (Discounted Cash-Flow : méthode de calcul de la valeur par actualisation des free cash flows) par l'EVA (economic value added c'est-à-dire le spread entre la rentabilité et le coût du capital).

En effet, le calcul du free cash-flow doit intégrer les changements de la *fair value* des actifs et passifs du bilan (cf provisions environnementale et R&D recherche & développement) afin de prendre en compte les externalités et le temps long.

Si l'ESG permet d'opérer ce changement de modèle financier, la transition énergétique sera transformée de badwill en goodwill pour les entreprises européennes.

2^{ème} levier : ESG & goodwill : renforcer la transparence sur les tests d'impairment.

L'écart grandissant entre le prix et la valeur ne permet plus aux entreprises européennes de lutter à armes égales avec leurs concurrents américains en terme de valorisation, et donc de capacité d'investissement.

Le débat actuel se focalise sur la pertinence des tests d'impairment ou de l'amortissement du goodwill comptable.

Mais le vrai enjeu est de pouvoir analyser à travers les informations détaillées dans une annexe extra financière l'évolution de la rentabilité marginale des capitaux incorporels (et plus particulièrement la R&D), et donc l'évolution du goodwill économique généré par l'entreprise (c'est-à-dire l'évolution de la valeur terminale pour le calcul du DCF discounted cash-flow).

3^{ème} levier : ESG & révolution digitale ; reconstruire la comptabilité nationale à travers une taxonomie commune aux secteur public et privée.

Reconstruire la comptabilité nationale nécessite de faire converger comptabilité publique et privée ; la digitalisation de la comptabilité nationale permettrait de modéliser sur le plan macro-économique les 2 atouts de l'Europe pour imposer l'Euro comme un actif sans risque par rapport aux Etats-Unis et à la Chine :

1. Vis-à-vis des Etats-Unis, la capacité d'épargne des ménages (alors que les ménages américains financent leur surconsommation à travers les crédits à la consommation)
2. Vis-à-vis de la Chine, la faiblesse structurelle de la compétitivité des entreprises chinoises qui ne financent leur stratégie de dumping qu'à travers une rentabilité très faibles de leurs capitaux engagés.

B. LA DIGITALISATION ne doit plus être subie mais planifiée par les entreprises européennes pour éviter les manipulations du benchmarking (ie comparaison des ratios) par les *data providers*.

La combinaison des taxonomies ESG et XBRL offre la possibilité aux entreprises européennes de reprendre le contrôle de leur communication financière, c'est-à-dire de leur souveraineté actionnariale. La digitalisation doit redevenir un outil réconciliant souveraineté financière et capitalisme responsable, et non plus une arme de guerre économique des GAFAs contre l'Europe.

1. La digitalisation est un outil qui fera basculer la finance d'entreprise soit vers l'AI (ie la souveraineté des GAFAs), soit vers la *data science* (ie la souveraineté des entreprises) :

- A. Le but : substituer à l'AI (ie approche GAFAs générant une relation inégale entre le data provider et l'investisseur) la *data science* (ie approche : esprit des lumières ie dialogue entre l'émetteur et l'investisseur reposant sur un dialogue sur la *data science* afin d'évaluer la fiabilité des ratios).
- B. L'enjeu : structurer l'information (à travers une taxonomie) afin de faire de la comptabilité le langage universel de la finance ; la digitalisation permet de substituer au projet avorté de convergence entre normes IFRS et US GAAP une réconciliation technique reposant sur la logique de *back testing* sur les méthodes d'ajustements des ratios financiers.

2. Comment construire des ponts et non des murs entre analystes et entreprises à travers la digitalisation ?

Pour les entreprises, l'enjeu de la digitalisation est double :

1. Recréer l'égalité entre les investisseurs
2. Améliorer la cohérence et la comparabilité des ratios.

La combinaison des taxonomies ESG et digitale (XBRL & ESEF) constitue un progrès majeur pour industrialiser les méthodologies d'ajustements appliquées par les data providers en combinant *back testing* et *data science* (comme l'impose déjà la régulation de l'ESMA aux agences de notations).

La digitalisation constitue une opportunité pour redéfinir les indicateurs de performance des entreprises (KPIs) autour de 2 ratios clés :

1. Analyse action : remplacer le DCF (*discounted cash-flow*) par l'EVA (*economic value added*) ;

Ce changement est rendu nécessaire par le fait que le Free Cash-Flow (FCF = FFO après CAPEX ie capacité d'auto-financement après investissements) ne modélise pas un enjeu essentiel de la transition énergétique ou de la mutation digitale : l'évolution de la rentabilité des capitaux engagés.

L'EVA (economic value added) mesure l'écart entre la rentabilité marginale et le coût des capitaux engagés ; elle modélise également la corrélation entre stabilité des cash flows et coût du capital ; elle permet ainsi d'optimiser le lien entre allocation du capital et création de valeur.

2. Analyse crédit : remplacer l'effet de levier (ie dette sur ebitda ou FFO sur dette) par le ratio de couverture des frais financiers (ie frais financier sur ebit, proche de l'EVA dans une logique de stress testing)

Les agences reconnaissent dans leurs analyses de back testing la supériorité de l'*interest cover* comme indicateur avancé du risque crédit. En effet, il synthétise en un seul ratio les interactions entre les risques de liquidité, de rentabilité et le leverage. Sur le plan comptable ce ratio constitue un stress testing de l'EVA (dans une situation où les capitaux engagés se réduisent à la dette).

Les agences n'utilisent plus pour le benchmarking ce ratio de couverture des frais financiers essentiellement du fait de la complexité des ajustements nécessaires pour le calculer :

La taxonomie ESG & XBRL peut faciliter une redéfinition de ce ratio afin d'éviter la confusion réalisée par les normes comptables entre :

- ✓ charges opérationnelles (ie récurrentes et cash) et charges exceptionnelles (ie non récurrentes ou non cash : cf OCI (*other comprehensive income* : impact de la variation de la fair value des passifs sur le résultat),
- ✓ dette financière (évaluée au cout historique) et provision opérationnelle (ie retraites, environnement, etc) évaluée en « fair value » c'est-à-dire en mark to market,
- ✓ retraitement en charge d'amortissement d'une partie des loyers sous IFRS 16, hedging, crédit carbone, etc

La digitalisation comptable transforme l'information financière en bien public : les entreprises et les Etats doivent apprendre à piloter et non plus à subir la digitalisation financière afin qu'elle cesse d'être une arme permettant aux *data providers* américains d'abuser de leur position dominante.

Renforcer la cohérence et la comparabilité des ratios des entreprises est la condition sine qua non pour restaurer les mécanismes d'auto régulation du SMI définis par Ricardo et Keynes :

- La variation de la valeur de la monnaie assure l'équilibre externe entre balance commerciale et des paiements que si elle permet l'ajustement interne entre rentabilité marginale des investissements et valeur de l'épargne.
- Faire de l'€ une monnaie digitale, ce n'est donc pas comme la Chine adopter la technologie du *block chain* pour le Yuan (qui n'impacte que sa fonction d'instrument d'échange) mais se focaliser sur la digitalisation comptable des ratios financiers (qui détermine le caractère d'actif sans risque de la dette publique et donc la solidité de la monnaie).

Les déséquilibres croissants entre le prix et la valeur des actifs financiers s'expliquent par le fait que ni la comptabilité publique ni la comptabilité privée ne fournissent plus au marché des indicateurs économiques et budgétaires fiables. Minsky a démontré que l'écart entre cash-flow généré par les entreprises et calculé par les analystes est au cœur des mécanismes de spéculation générant les crises financières.

CONCLUSION : « *Nul n'entre dans l'Académie s'il n'est géomètre* » !

La valeur commune entre Europe et Etats-Unis (entre Athènes et Rome) c'est l'esprit des lumières qui repose sur le lien congénital entre économie de marché et démocratie.

Transposer cet esprit des lumières à la finance nécessite de reconstruire la comptabilité. Elle doit devenir non pas un simple support de reporting financier mais un véritable outil de gouvernance (à travers la taxonomie ESG).

C'est la raison d'être de l'académie de comptabilité comme l'illustre l'action de Michel Prada qui a été *Chairman of the IFRS Foundation Trustees* et du comité de normalisation des comptes publics. En matière de comptabilité, l'Europe doit cesser d'être « l'idiot du village » !

Cette refondation de la comptabilité est nécessaire pour combler le fossé artificiel entre :

- La finance d'entreprise (économie de l'offre) et la macro économie (économie de la demande) : **la souveraineté financière est conditionnée par la solidité de l'€, c'est-à-dire la croissance rentable des entreprises.**
- Les normes comptables américaines (US GAAP) et internationales (IFRS) : **la force et l'indépendance d'une entreprise, c'est d'abord sa valorisation boursière.**

Cette stratégie de restauration de la souveraineté financière à travers la transparence comptable évite l'écueil redoutable pour la paix et la démocratie de la confusion entre souveraineté et protectionnisme. La libre circulation des capitaux est au cœur des mécanismes de marché définis par Ricardo et par Keynes : la finance ne doit pas devenir un terrain d'affrontement, mais tout au contraire renforcer la solidarité entre les Nations.

La menace à la fois la plus immédiate et la plus dangereuse pour la souveraineté de l'Europe est moins la domination du \$ que le mercantilisme de la Chine qui détruit sa souveraineté industrielle.

Dans ce contexte, la finance ne doit pas devenir un jeu à somme nulle ; la reconstruction de la souveraineté financière doit éviter une concurrence fratricide entre l'€ et le \$; l'objectif est de refonder le SMI sur un principe de parité ; il reste le pilier (avec l'OTAN) de la communauté atlantique créée par Keynes, Churchill et le général Marshall en 1946.

Cet objectif d'un euro solide retrouvant son statut d'actif sans risque à parité avec le \$ ne doit pas être confondu avec celui d'un euro fort qui fragiliserait la croissance. L'urgence est d'améliorer la cohérence et la comparabilité des ratios.

Sur le plan macro-économique, la divergence entre cash-flows opérationnels générés par les entreprises et cash-flows financiers ajustés par les analystes est au cœur du cycle des crises financières analysé par Minsky : la réduction de cet écart est la condition sine qua non de la stabilité financière au niveau des entreprises et des banques, et de la souveraineté financière au niveau des Etats.