

2 Les entreprises américaines sont-elles en danger ? Où en sommes-nous dans le cycle du crédit américain ?

VALENTINE AINOUIZ, *Stratégie et Recherche Économique*
SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique*

L'endettement des entreprises américaines n'a cessé d'augmenter ces dernières années, en particulier celui des grands groupes ayant accès aux marchés financiers. Ces entreprises ont ainsi pu exploiter pleinement la faiblesse des taux et les liquidités abondantes mis en place par les banques centrales. Mais l'environnement a changé : la Fed a entamé son cycle de durcissement de sa politique monétaire qui pourrait entraîner un resserrement plus prononcé que prévu des conditions financières. Selon notre scénario central, la Fed relèvera encore les taux d'intérêt à deux reprises cette année et pourrait même commencer à réduire la taille de son bilan. Il est donc essentiel de savoir dans quelle mesure les entreprises sont vulnérables à un durcissement des conditions d'emprunt. Dans ce contexte, nous allons chercher à savoir où se situent les entreprises américaines dans le cycle de crédit actuel et pourquoi, cette fois-ci, la situation semble relativement différente. Nous passerons d'abord en revue les principaux indicateurs relatifs au crédit :

- I. Croissance des bénéfices,
- II. Croissance de la dette,
- III. Levier financier,
- IV. Couverture des intérêts et,
- V. Niveaux de liquidité.

Nous concluons avec une étude de l'évolution de la corrélation entre les *spreads* et l'écart de croissance entre la dette et les bénéfices.

Un cycle économique très long, marqué par une croissance atone

Par rapport aux décennies précédentes, le « maillon faible » semble être la croissance des bénéfices. Dans le cycle actuel, le rebond initial post-crise (de la croissance des bénéfices) a coïncidé avec celui du cycle des années 2000, mais la croissance a ensuite décéléré lors des trimestres suivants avant de finalement se stabiliser à des niveaux bien plus faibles.

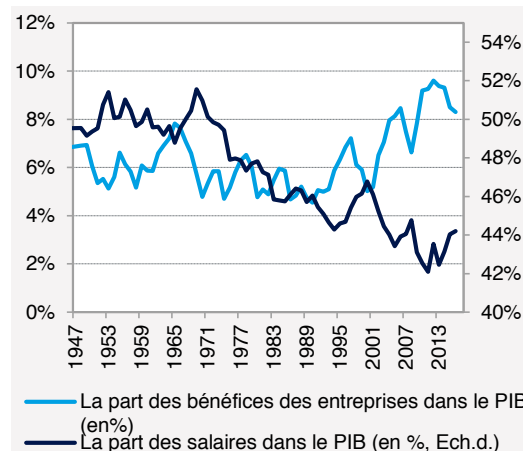
- **En début de cycle, la croissance des bénéfices était davantage alimentée par l'expansion des marges que par la croissance des revenus.** Autrement dit, la diminution des coûts de production et la hausse très modérée des salaires ont permis aux entreprises d'accroître leurs bénéfices. L'inflation salariale dans l'ensemble des secteurs de l'économie américaine est restée contenue, malgré la forte baisse du taux de chômage. Cette tendance s'est traduite, au niveau macroéconomique, par une très forte croissance de la part des bénéfices des entreprises dans le PIB au détriment de la part des salaires. Les marges des entreprises ont atteint un pic en 2012 et, depuis, sont restées proches de ces niveaux élevés.
- **Le ralentissement des bénéfices depuis 2012 s'explique essentiellement par la lenteur de la croissance macroéconomique et la faiblesse de l'inflation.** La croissance apathique des revenus n'a pas permis de soutenir la vigueur persistante des bénéfices, et le niveau d'inflation continue à se traduire par un *pricing power* assez limité. Le cycle actuel est très long mais le niveau de la croissance est faible. Dans les années 1990, le taux de croissance du PIB réel américain était proche de 4 % en moyenne lors des années de reprise ; il était de 3 % lors de la reprise plus courte des années 2000, avant d'atteindre à peine 2 % pendant le cycle actuel.
- **Les très récentes fluctuations des bénéfices s'expliquent en grande partie par l'évolution du prix du pétrole.** Le cycle du pétrole et des matières premières influence sensiblement la croissance globale des bénéfices. Il a d'ailleurs été le principal déclencheur de la baisse des bénéfices (en territoire négatif) et du rebond qui a suivi.

L'essentiel

L'endettement des entreprises américaines n'a cessé d'augmenter ces dernières années, en particulier celui des grands groupes ayant accès aux marchés financiers. Ces entreprises ont ainsi pu exploiter pleinement la faiblesse des taux et les liquidités abondantes mis en place par les banques centrales.

Mais l'environnement a changé : la Fed a entamé son cycle de durcissement de sa politique monétaire qui pourrait entraîner un resserrement plus prononcé que prévu des conditions financières. Où en sommes-nous dans le cycle du crédit américain ?

1 La part des profits dans le PIB a atteint des niveaux records



Source : Datastream, Recherche Amundi

2 Croissance des bénéfices des entreprises américaines (résultat trimestriel, en %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Juin 2017

D'un point de vue *bottom-up*, la croissance des revenus/profits s'est également caractérisée pendant ce cycle par une dichotomie marquée entre les secteurs manufacturier et non-manufacturier. La croissance des bénéfices des secteurs non-manufacturiers est restée soutenue tandis que celle des secteurs manufacturiers a été freinée par (1) les surcapacités et, par (2) la baisse du prix des matières premières.

En 2017, nous tablons sur :

- **une croissance stable des bénéfices dans le secteur non-manufacturier.** Malgré un 1^{er} trimestre décevant, nos économistes pensent que la croissance du PIB américain ressortira proche de 2 % en 2017. Les ménages américains continueront à bénéficier de l'embellie du marché du travail et de la faiblesse des prix des matières premières. La croissance du PIB sera essentielle car le potentiel de hausse des marges est faible en raison de la tendance haussière des salaires
- **une hausse des bénéfices dans les secteurs manufacturiers.** Notre scénario central intègre une stabilité des prix du pétrole en 2017.

Les entreprises ont privilégié le financement par la dette

Le graphique 5 présente la trajectoire de croissance de la dette des entreprises américaines non-financières lors des trois cycles avant et après chaque creux.

- **La dette d'entreprise n'a pas accéléré, contrairement au cycle des années 2000.** Pendant le cycle actuel, la croissance de la dette n'a pas atteint des niveaux aussi « excessifs » que lors des deux cycles précédents, à savoir qu'elle n'a pas dépassé les dangereux seuils historiques (entre 8 % et 12 %), qui caractérisent la phase C du cycle.
- **La dette d'entreprise a augmenté à un rythme certes modéré mais pendant une plus longue période.** Le cycle de reprise en cours depuis huit ans de l'économie américaine est déjà le quatrième plus long depuis 1850. Pendant cette période, les entreprises ont eu tendance à privilégier le financement de marché en raison des coûts d'emprunt très faibles et du fort appétit des investisseurs. La taille du marché des obligations américaines IG a doublé ces dernières années ! Cette augmentation de la dette a permis de financer des rachats d'actions, des dividendes et des fusions acquisitions. Elle n'a pas été consacrée au financement des dépenses d'investissement puisqu'il ne servait à rien d'accroître les capacités opérationnelles dans un contexte de faiblesse de la demande.
- **Forte baisse de la croissance de la dette en 2016.** La croissance de la dette est retombée à 0,8 % au 4^e trimestre 2016 en raison de la forte baisse des prix du pétrole et d'une inversion de tendance des dépenses dédiées aux fusions acquisitions et aux rachats d'actions après les pics de 2015. La croissance de la dette a ralenti dans tous les secteurs mais surtout dans ceux liés à l'énergie.

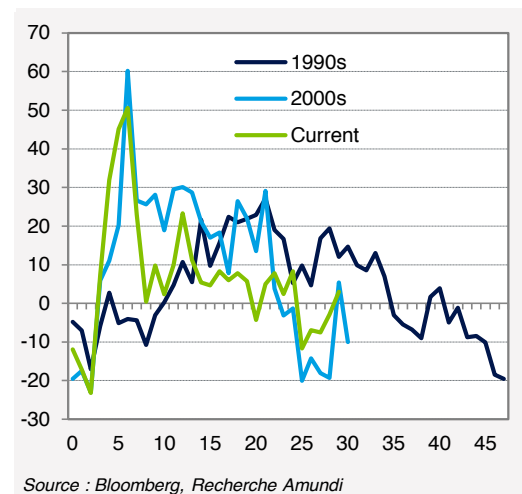
En 2017, la croissance de la dette devrait selon nous se stabiliser à un niveau modéré.

> Dans le cycle actuel, les dépenses ont été alimentées par les fusions-acquisitions et les rachats d'actions

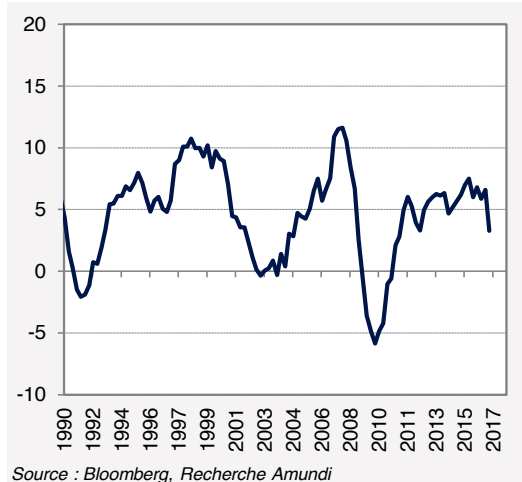
Lors des deux précédents cycles, le levier des entreprises américaines non-financières a surtout été déterminé par deux postes de dépenses qui apparaissent et se développent rapidement lors des phases de croissance mature ou tardive : la fin des années 1990 a été marquée par une fièvre de fusions acquisitions, tandis que l'augmentation du levier sur la période 2005-2007 était due essentiellement à l'envolée des rachats d'actions, les entreprises ayant cherché à profiter de sources de financement peu onéreuses sur le marché obligataire pour accroître les dividendes.

Au cours du cycle actuel, les entreprises ont maximisé le recours aux rachats d'actions lors des premières années qui ont suivi la crise financière mondiale. Outre le rôle des rachats d'actions à cette époque, les fusions acquisitions ont aussi fini par augmenter, atteignant même le niveau des rachats d'actions en 2014 et 2015. Ces deux postes de dépenses (fusions acquisitions et rachats d'actions) ont atteint un point d'inflexion en 2016.

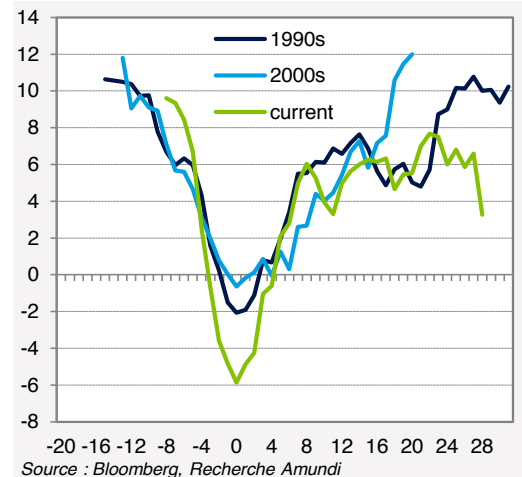
3 Trois derniers cycles de la croissance des bénéfices aux US (en %) après chaque creux



4 Croissance de la dette des entreprises américaines (résultat trimestriel, en %)



5 Trois derniers cycles de la croissance de la dette aux US (en %) après chaque creux



Juin 2017

- **Les fusions acquisitions et les rachats d'actions représentaient seulement 20 % des flux de trésorerie jusqu'en 2013, avant d'atteindre 30 %-35 %.** La part des flux de trésorerie dédiée aux fusions et acquisitions et aux rachats d'actions n'a pas atteint le record de 50 % observé lors des deux cycles précédents, mais elle est toutefois restée à un niveau élevé pendant beaucoup plus longtemps. Par ailleurs, les dépenses consacrées aux fusions acquisitions ont été particulièrement élevées par rapport aux dépenses d'investissement.
- **Aux États-Unis, les dépenses d'investissement sont restées très faibles pendant le cycle actuel.** Sur la période 1990-2005, les entreprises ont consacré en moyenne 75 % de leurs flux de trésorerie internes à leurs dépenses d'investissement, contre seulement 50 % depuis la crise financière mondiale.

En résumé, les dépenses en fusions acquisitions et en rachats d'actions ont été favorisées par les conditions de financement extrêmement attractives dans un environnement de croissance atone. Ces dépenses ne sont toutefois pas favorables au crédit car l'usage qui est fait de la dette ne stimule pas la croissance de la productivité, et il a probablement contribué à la diminution de la croissance potentielle au cours des 5 dernières années.

L'endettement des entreprises américaines est désormais élevé

Les sociétés américaines se trouvent dans la phase mature/tardive du cycle. Le ratio de levier est proche de ses plus hauts cycliques mais toujours inférieur aux pics historiques des années 1990 et 2000. L'endettement des entreprises américaines s'est considérablement accru à partir de 2013 pour se stabiliser au cours des derniers trimestres. Le levier d'endettement actuel des entreprises américaines se situe aujourd'hui à 0,86 un niveau inférieur aux pics atteint dans les années 2000 et 1990 (respectivement 0,95 et 1,05).

Le levier des entreprises américaines est élevé si l'on considère que l'économie américaine est en phase d'expansion. Les pics précédents ont été enregistrés après une phase de récession, dans un contexte de bénéfices très faibles. Le levier financier a augmenté de manière sensible au 1^{er} trimestre 2001 (avec un pic au 1^{er} trimestre 2002) après la fin de la récession, et s'est aussi inscrit en hausse en 2009 (avec un pic au 3^e trimestre 2009), également après la fin de la récession.

Le levier des entreprises américaines ayant accès au financement de marché est nettement plus élevé. Les conditions de financement exceptionnelles sur les marchés du crédit ont incité les entreprises à accroître leur endettement. Notre base de données interne semble indiquer une augmentation du levier financier dans la quasi-totalité des secteurs, qui attendrait des niveaux supérieurs à ceux enregistrés avant 2008.

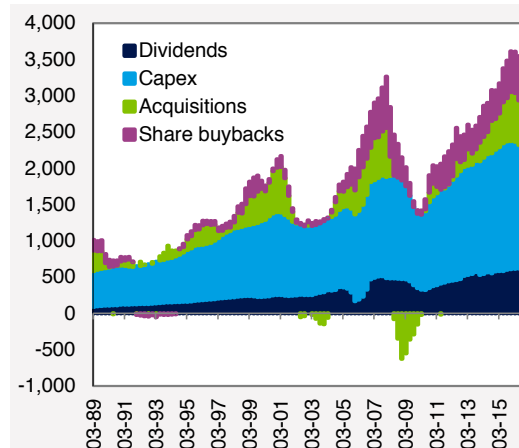
En 2017, nous pensons que le levier diminuera légèrement/se stabilisera à des niveaux très élevés. Le levier s'est stabilisé en 2016 en raison du rebond des prix du pétrole et de la diminution des dépenses en fusions acquisitions et en rachats d'actions. Les niveaux de levier restent toutefois inégaux.

Le ratio de couverture des intérêts est déjà élevé en raison du très faible niveau des coûts de financement

La couverture des intérêts par les profits s'est dégradée ces deux dernières années. La couverture des intérêts par les profits a nettement augmenté pendant les années marquées par la politique de taux zéro (ZIRP) et les trois opérations d'assouplissement quantitatif. Toutefois, depuis 2014, ce ratio ne s'est pas amélioré et a même baissé légèrement en raison de l'augmentation concomitante des volumes de dette et des rendements obligataires. Cependant, le service de la dette payé par les entreprises demeure tout à fait raisonnable d'un point de vue historique.

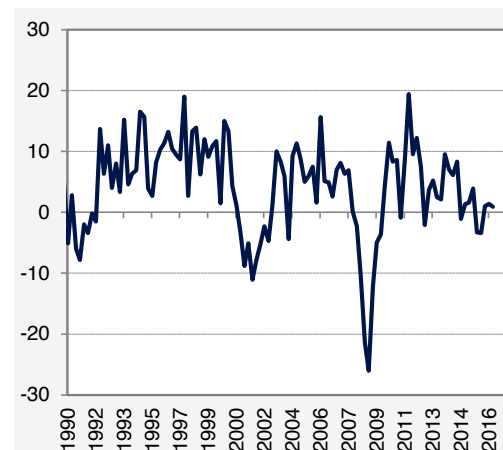
Le ratio de couverture des intérêts est faible si l'on tient compte du niveau des taux. Le FMI a pointé du doigt le nombre déjà élevé d'entreprises affichant des ratios de couverture des intérêts très faibles. Le nombre d'entreprises dans cette situation est un signe avant-coureur de tension financière. « Actuellement, certaines sociétés, représentant 10 % du total

6 Dépenses des entreprises américaines (en m \$)



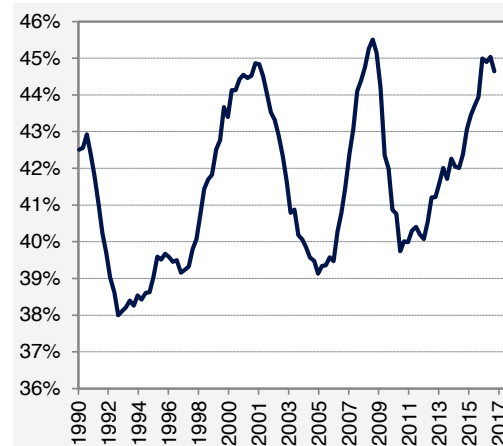
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

7 États-Unis : investissement domestique non-résidentiel (T/T annualisé en %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

8 Ratio dette privée des entreprises sur PIB



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Juin 2017

des actifs détenus par des entreprises, semblent incapables de couvrir leurs dépenses à partir de leurs bénéfices. Cette proportion atteint 20 % des actifs des entreprises si l'on tient compte de celles dont le ratio de couverture des intérêts est un peu plus élevé. »

Dans l'univers du crédit obligataire, la forte augmentation du nombre d'entreprises en difficulté se concentre surtout dans les secteurs de l'énergie et des services aux collectivités, et sur les segments de titres notés B et C.

Des niveaux de liquidité globalement solides

L'une des singularités du cycle actuel tient au niveau élevé de liquidité par rapport à la dette court terme détenue par les entreprises. Neuf ans après la crise financière mondiale, les titres liquides représentent toujours quasiment la moitié de la dette à court terme et près d'un quart de la dette globale. Les entreprises restent prudentes dans la gestion de leurs liquidités, malgré des conditions bancaires encore assez souples et le dynamisme du marché primaire des obligations d'entreprise. Ce que l'on pourrait qualifier d'héritage « structurel » de la crise financière mondiale. Ces niveaux de liquidité élevés maintenus par les entreprises sont inévitablement liés au trou d'air du cycle d'investissement.

La situation est inégale entre les secteurs. D'après Moody's, les entreprises américaines ont enregistré, ces dernières années, des niveaux de liquidités records dans leur bilan, avec 1 700 milliards de dollars fin 2016. Ces montants ont plus que doublé ces dix dernières années.

- **L'essentiel de ces « liquidités » est généré et détenu à l'étranger** pour éviter la double taxation des bénéfices (1 300 milliards de dollars, soit 74 % du total des liquidités, en 2016). Cette tendance a de grandes chances de se poursuivre à moins que les autorités américaines ne durcissent leur système fiscal.
- **Ces liquidités se concentrent dans les secteurs de la high tech** (38 % des revenus non rapatriés, source : FMI), la santé (28 %), la consommation courante (9 %) et l'énergie (8 %). En 2016, les 5 entreprises possédant les trésoreries les plus abondantes appartenaient au secteur technologique : Apple, Microsoft, Alphabet, Cisco et Oracle ont amassé près d'un tiers des liquidités détenues par les entreprises non-financières américaines.

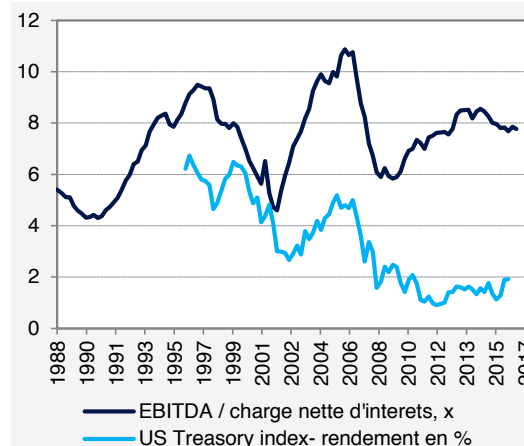
La corrélation entre les spreads et le différentiel croissance de la dette/croissance des bénéfices a augmenté

Une divergence entre d'une part le différentiel croissance de la dette/croissance des bénéfices et d'autre part les spreads a été observée aux États-Unis lors du cycle actuel, contrairement aux cycles précédents. La croissance de la dette a accéléré tandis que celle des bénéfices a ralenti entre 2012 et 2013, alors que les spreads se sont contractés.

- Cette divergence récente s'explique en grande partie par les réactions des banques centrales à la crise financière mondiale. Ces dernières années, si la liquidité est restée abondante c'est en grande partie à cause de la politique de taux zéro et de l'assouplissement quantitatif de la Fed, qui ont aussi contribué à l'amélioration de la configuration technique et, partant, concouru au maintien d'une faible volatilité implicite des actions et à la compression des spreads, sur fond de quête de rendement.
- Dans le même temps, l'écart de croissance entre la dette et les bénéfices est resté proche de la moyenne des cycles précédents, et bien loin des pics observés avant l'éclatement des bulles de la fin des années 90 et du milieu des années 2000. L'évolution de ce différentiel n'a donc pas auguré une inflexion brutale du cycle.

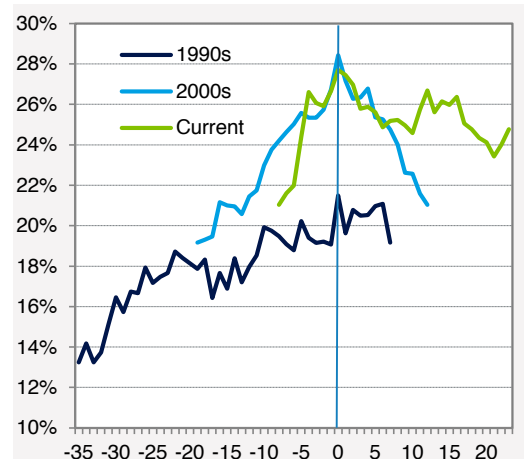
Toutefois, lors des toutes dernières années du cycle, les valorisations se sont rapprochées des tendances des indicateurs relatifs au crédit. Cette évolution est attribuable à l'épisode du *taper tantrum* et au changement d'attitude de la Fed, mais aussi à l'impact de la crise récente des matières premières.

9 Couverture des intérêts inférieure aux plus hauts, malgré des taux d'intérêt bas



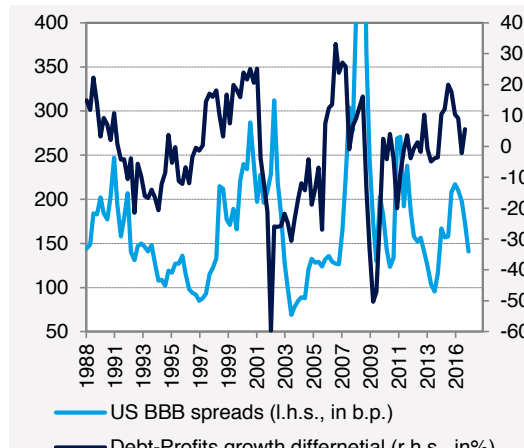
Source: Bloomberg, Recherche Amundi

10 Trois derniers cycles de la croissance des bénéfices aux US (en %) après chaque creux



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

11 US non-finl BBB spread (Ech.g. en pb) vs croiss dette — croissance profits (Ech. d en %)



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

Juin 2017

L'augmentation de l'écart de croissance entre dette et bénéfices a été très courte. Compte tenu du rebond des bénéfices qui a suivi et du ralentissement de la croissance de la dette, ce différentiel de croissance est retombé en territoire négatif en seulement quelques trimestres. Pour résumer, le lien entre les valorisations et les indicateurs de crédit ne laisse pour l'instant pas présager une dégradation rapide ou une divergence inquiétante.

Conclusion

Dans cet article, nous avons souligné les principales similitudes et divergences entre les trois derniers cycles. Le dernier cycle de reprise initié mi-2009 est inhabituel et la comparaison avec les deux cycles précédents est rendue difficile par sa longueur inhabituelle et par l'environnement de faible croissance dans lequel les banques centrales ont joué un rôle dominant.

Le couple croissance faible et coût de financement attractif a encouragé les opérations de rachats d'actions et de fusion acquisitions, tandis que les dépenses d'investissement sont demeurées à des niveaux remarquablement faibles. Ces dépenses ne sont pas favorables au crédit, dans la mesure où cette utilisation de la dette ne favorise pas la croissance de la productivité et a probablement contribué à affaiblir la croissance potentielle au cours des cinq dernières années. Nos données internes suggèrent que le levier d'endettement a augmenté dans presque tous les secteurs à des niveaux supérieurs à ceux qui prévalaient avant 2008.

Note positive : les entreprises américaines se sont récemment comportées plus prudemment avant le ralentissement ou le ralentissement macroéconomique. Nous avons observé une baisse significative de la croissance de la dette dans presque tous les secteurs. Cette tendance – si elle se confirme – est tout à fait inhabituelle dans la phase d'expansion (phase C).

Au final, les segments les moins bien notés de la dette HY semblent être les plus à risque dans cette phase du cycle et définitivement les plus exposés à un durcissement des conditions de financement.

> Cycle de crédit

Comme la notion de crédit fait référence à la capacité des entreprises à rembourser leurs dettes, elle est intimement liée aux flux de bénéfices et au montant que représente leur dette. Pour synthétiser, le cycle de crédit suit l'augmentation et la contraction du levier financier des entreprises au cours des différentes phases microéconomiques, chacune étant liée avec les phases macroéconomiques correspondantes. Pour l'investisseur, le cycle de crédit est intéressant car, en tant que déterminant final des indicateurs de crédit, il a tendance à devancer dans le temps les variations des *spreads* de crédit. Il permet également de mieux comprendre pourquoi le crédit joue généralement le rôle d'indicateur avancé des points d'inflexion des marchés actions.

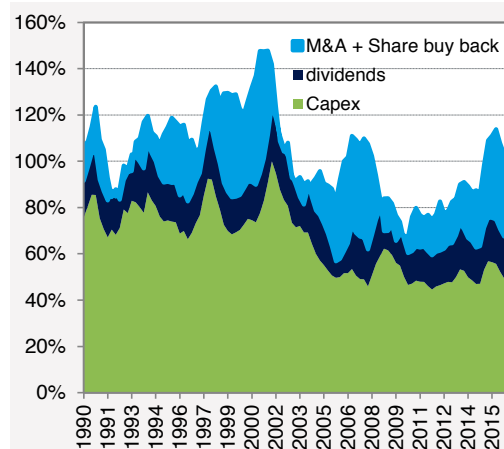
La croissance des bénéfices a tendance à précéder la croissance de la dette, alors que les bénéfices sont plus volatils que la dette, notamment à la baisse. Ainsi, la croissance combinée de la dette et des bénéfices des entreprises précède l'évolution des *spreads* de crédit lors des cycles à long terme. Au cours des dernières décennies, les taux de croissance relatifs de ces deux variables ont entretenu une relation récurrente. Au cours des 40 dernières années (marquées par 7 récessions), l'écart entre la croissance de la dette et la croissance des bénéfices a atteint un pic, en moyenne, neuf mois avant les pics des *spreads* de crédit.

Les quatre phases « classiques » permettent d'expliquer plus facilement le lien entre les cycles micro et macro.

Nous indiquons pour chaque phase le comportement habituel des obligations d'entreprise et des actions :

Phase A : reprise macro et réduction de la dette des entreprises. Du fait de la stabilisation des perspectives macroéconomiques, les entreprises cherchent à se désendetter. La croissance des bénéfices redémarre après avoir atteint un plancher, tandis que la croissance de la dette ralentit, les entreprises préférant se désendetter et renforcer leur bilan. Toutes ces mesures sont favorables aux porteurs d'obligations. Au début de cette phase de rétablissement, les obligations ont tendance à surperformer les actions.

12 US HY bonds et lev loans Objet de l'émission, en %



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

Juin 2017

Phase B : expansion macro et reprise micro. La reprise économique accélère, et les conditions de crédit s'assouplissent. Les bilans des entreprises se renforcent. Les bénéficiaires sont soutenus et continuent à augmenter plus vite que la dette. Les obligations d'entreprise et les actions enregistrent des performances solides.

Phase C : croissance macro mature et réendettement des entreprises. La reprise suit son cours et l'accès au crédit devient plus facile. Les entreprises accélèrent leurs investissements et les opérations d'acquisition. La croissance de la dette accélère alors que celle des bénéficiaires ralentit ; de fait, les marges sont à un pic et les entreprises préfèrent jouer davantage sur leur levier financier pour empêcher leur ROE de baisser. Pendant cette phase, les actions enregistrent des gains mais les obligations commencent à souffrir.

Phase D : repli/récession. La croissance des bénéficiaires ralentit fortement, alors que la croissance de la dette reste soutenue et s'approche de son pic. Les entreprises commencent à se restructurer pour réduire leur levier et améliorer leur efficacité, et finissent par revenir dans les conditions de la phase A. Dans cette phase, les actions et les obligations sont malmenées.

Trois cycles de crédit se sont succédé ces 30 dernières années, dont le cycle actuel qui se poursuit. Le premier cycle de crédit a débuté au tout début des années 1990 et a duré près de 10 ans ; le second a duré moins que le premier et s'est arrêté brutalement avec la grande crise financière. Le troisième a débuté après la reprise qui a suivi la crise et personne ne sait vraiment combien de temps il va durer. Selon nous, nous sommes entrés récemment dans la phase C du cycle. Pour plus de simplicité, nous ferons référence à trois cycles : celui des années 1990, celui des années 2000, le troisième étant le cycle actuel.