

## Etats-Unis

### 2020, année à haut risque

La divergence entre tendances économique et boursière s'est accentuée aux Etats-Unis, sur fond d'accommodation monétaire et d'expansion de la dette des entreprises. Les risques pris par les investisseurs (fonds de pension ou d'investissement, sociétés d'assurance-vie) ont augmenté, tout comme la vulnérabilité des marchés face à d'éventuels chocs adverses ou renversements d'anticipations. Or 2020, année électorale, pourrait ne pas être paisible. Pour bienvenue qu'elle soit, la trêve dans le conflit commercial avec la Chine entérine l'essentiel des hausses de droits de douane passées, sans modifier fondamentalement la politique, peu encline au multilatéralisme, de l'administration américaine.

L'une atterrit, l'autre s'envole. Alors que, depuis un an, l'économie américaine a tendance à freiner, le secteur industriel ayant basculé en récession, la Bourse collectionne les records. En 2019, l'indice Standard & Poor's des 500 principales valeurs de la cote a gagné près de 30% ; à 3.230 points (le 31 décembre), il dépasse de 106% le point haut historique d'octobre 2007. Le Nasdaq (l'indice des valeurs technologiques) s'est, quant à lui, apprécié de 35% en 2019, 200% depuis sept ans...

#### ■ Plus vite, plus haut, plus vulnérable

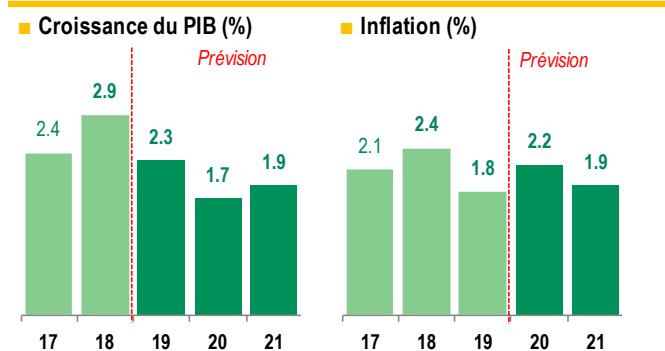
Irrationnelle exubérance ? Le fait est que, aux Etats-Unis, la hausse du cours des actions entretient un rapport assez lointain avec celle, de moins en moins rapide, des bénéfices, aboutissant à des niveaux de valorisation tendus (graphique 2 et FMI<sup>1</sup>). Les taux d'intérêt restant bas, elle repose sur une amplification de l'effet de levier. Dans son dernier *Rapport sur la stabilité financière*, le FMI souligne l'importance du recours à la dette dans les activités de fusions, acquisitions, ou rachats d'actions<sup>2</sup>. L'augmentation du poids des survalueurs (*goodwill*) dans le total des actifs, comme les multiples élevés qui sous-tendent les opérations de LBO (*leveraged buy-out*) témoignent de paris plus ambitieux sur l'avenir. La prise de risque s'illustre, enfin, par la compression des *spreads* attachés à la dette à haut rendement (graphique 2), un segment de marché que le FMI juge, lui aussi, surévalué.

Dans la phase actuelle d'élévation du prix des actifs, le rôle des investisseurs institutionnels (fonds de pension ou d'investissement, sociétés d'assurance-vie), américains ou étrangers, s'est renforcé. Alors que les banques ont, dans leur ensemble, mis un frein à l'expansion de la taille de leur bilan et amélioré leur résilience depuis la crise de 2008, ces derniers ont développé leurs activités et concentré une part croissante des financements. Ils ont aussi étendu leur quête de rendement, à mesure que les taux d'intérêt sur la dette souveraine, socle traditionnel de leurs placements, baissaient. Une réallocation s'est opérée, au détriment des avoirs de trésorerie et obligations de haute qualité (classées en catégorie « investissement ») et au profit d'actifs à la fois moins liquides et plus risqués, tels la dette privée non cotée, l'immobilier, ou les

<sup>1</sup> Fonds monétaire international (2019), *Global Financial Stability Report*, Chapitre 1, Octobre, pp 1-4. En septembre 2019, le modèle de valorisation du FMI indique un prix des actions américaines supérieur de 2,5 écarts-types à son niveau d'équilibre (*fair value*).

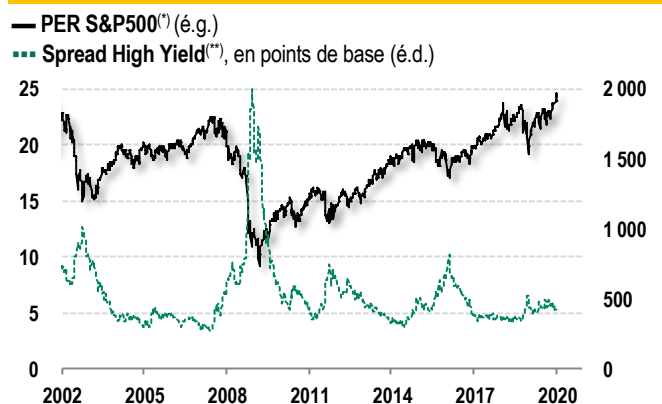
<sup>2</sup> Ibid, pp 25-37. 60% des prêts à effet de levier (LBO) multiplient par plus de six les résultats opérationnels annuels des sociétés cibles.

#### 1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

#### 2- Prise de risque accrue



(\*) PER : Cours / bénéfices par action ajustés du cycle

(\*\*) Rendement des obligations d'entreprises classées en catégorie « spéculative » – rendement des obligations de l'Etat fédéral à dix ans.

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

infrastructures. Il en résulte une vulnérabilité accrue face à d'éventuels chocs adverses ou renversements d'anticipations<sup>3</sup>.

Début 2020, la montée des tensions entre les Etats-Unis et l'Iran ne paraît pas devoir constituer un point de bascule. La perspective d'un prolongement de l'accommodation monétaire<sup>4</sup>, tout comme l'espoir

<sup>3</sup> Ibid, pp 41-49.

<sup>4</sup> En 2019, la Réserve fédérale des Etats-Unis a réduit de trois-quarts de point le taux objectif des fonds fédéraux, passé de 2,50% à 1,75% (limite haute). Elle a



d'un début de règlement du conflit commercial sino-américain, soutiennent les marchés.

### ■ Pression sur les marges et l'investissement

Le scénario de l'apaisement n'est toutefois pas écrit. Certes, un accord entre Washington et Pékin est intervenu le 15 janvier. Il prévoit, dans sa phase « 1 », une pause dans l'escalade tarifaire et, côté chinois, un accroissement des importations, notamment agricoles, des garanties quant au respect du droit de la propriété intellectuelle et une plus grande ouverture du marché au secteur financier. Reste que les racines de l'affrontement - la compétition pour le leadership technologique - sont profondes<sup>5</sup> et que la véritable désescalade associée à une éventuelle phase « 2 » est remise à plus tard, sans doute après l'élection présidentielle du 3 novembre. La plupart des surtaxes imposées par l'administration Trump resteront donc valides en 2020. Elles auront pour effet de porter de 3% (en 2017) à 19% le taux moyen des droits sur les importations en provenance de Chine, qui se trouveraient ainsi renchéries de quelque USD 70 milliards<sup>6</sup>.

Pour les entreprises américaines, la surcharge s'applique au moment où l'effet des baisses d'impôts de 2018 se dissipe et ne permet plus de compenser l'érosion des marges d'exploitation. La pression sur les bénéfices s'accroît, alors que le levier d'endettement est élevé, une configuration qui précède ou accompagne souvent l'inversion du cycle économique aux Etats-Unis (graphique 3 et encadré 4). Le vent tourne déjà manifestement dans le secteur des gaz et pétrole de schiste, confronté à une baisse de ses rendements marginaux, et qui réduit ses capacités.

Alors que l'emploi et la consommation des ménages freinent peu, l'investissement des entreprises s'inscrit en recul depuis l'automne 2019. Il est aujourd'hui le principal vecteur par lequel l'économie américaine atterrit. À la vue des enquêtes auprès des directeurs d'achat, sa tendance ne s'était pas redressée au moment d'aborder 2020<sup>7</sup>. La croissance du PIB aurait ralenti, les estimations en temps réel (*nowcast*) des Réserves fédérales de New-York et Atlanta la situant dans une fourchette de 1% à 1,8% en rythme annuel.

par ailleurs augmenté, à partir d'octobre, la taille de son bilan, de manière à répondre aux tensions apparues sur le marché du *repo*.

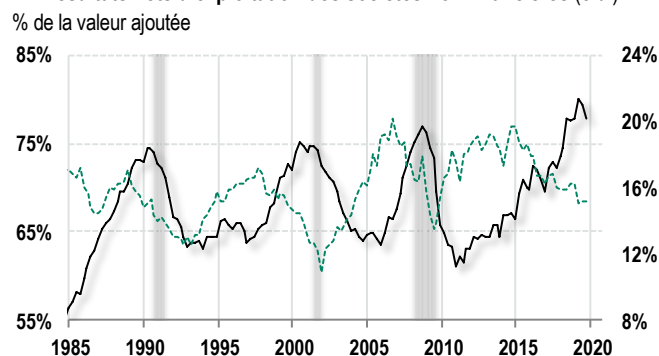
<sup>5</sup> Tout en menant les négociations avec les Etats-Unis, le gouvernement chinois annonçait vouloir remplacer dans les trois ans et dans l'ensemble des administrations les équipements informatiques étrangers (ordinateurs, logiciels...) par du matériel chinois. Cf. Financial Times (2019) *Beijing orders state offices to replace foreign PCs and software*, Dec. 8.

<sup>6</sup> Impact annuel estimé pour 2020. Aux termes de la phase « 1 » de l'accord, l'administration américaine renonce à taxer une ultime liste de produits chinois (liste « 4B »), pour l'essentiel des biens de consommation grand public; elle abaisse par ailleurs, de 15% à 7,5%, le taux des droits imposés en septembre 2019 sur USD 100 milliards d'achats. Les hausses de tarifs antérieures (25% sur USD 250 milliards d'importations) sont quant à elle confirmées. Au final, les deux-tiers (65%) des importations américaines en provenance de Chine restent taxés. Cf. Brown C.P. (2019), *Phase One China Deal: Steep Tariffs Are the New Normal*, Peterson Institute for International Economics, December 19.

<sup>7</sup> A 46,8 en décembre 2019, l'indice des commandes industrielles calculé par l'Institute for Supply Management (ISM), historiquement bien corrélé à l'investissement des entreprises, est au plus bas depuis avril 2009.

### 3- La dette gonfle, la rentabilité s'érode

— Endettement net des sociétés non financières (é.g.)  
 --- Résultats nets d'exploitation des sociétés non financières (é.d.)



En grisé : périodes de récession

Sources : BEA, NBER, Réserve fédérale (*Flows of Funds*)

### 4- Effet de levier : comprendre la mécanique

Pour bien comprendre le lien entre levier financier et rentabilité des capitaux propres, on peut décomposer l'équilibre ressources-emplois ainsi que le compte de résultat des entreprises comme suit :

$$(1) A = CP + D$$

$$(2) RN = RE - I$$

où **A** désigne l'actif économique, **D** l'endettement net, **CP** les capitaux propres, **RN** le résultat net, **RE** le résultat économique, **I** la charge d'intérêts. Pour la simplicité du raisonnement, l'impôt est ignoré.

Par définition, le levier financier (ou leverage en anglais) est égal au rapport entre la dette nette et les capitaux propres soit :

$$(3) L = D / CP,$$

Le rendement économique (**re**) de l'actif se définit comme le rapport du résultat économique au total de l'actif, soit  $re = RE / A$  ;

Le rendement des fonds propres (**r<sub>fp</sub>**) se définit comme le rapport du résultat net aux fonds propres :

$$(4) r_{fp} = RN / CP$$

$$= (RE - I) / CP \quad \text{d'après (2)}$$

$$= (re \cdot A - i \cdot D) / CP \quad \text{avec } i = \text{taux d'intérêt du marché}$$

$$= [re \cdot (D + CP) - i \cdot D] / CP \quad \text{d'après (1)}$$

$$\Rightarrow r_{fp} = re + (re - i) \cdot L \quad \text{d'après (3)}$$

Le recours au levier **L** permet d'élever la rentabilité des fonds propres au-dessus de la rentabilité économique, dès lors que celle-ci dépasse le taux d'intérêt du marché. L'effet de levier s'atténue avec la remontée des taux et/ou la baisse de la rentabilité économique des entreprises. En cas d'inversion ( $re < i$ ) la pression sur le rendement des fonds propres incite à réduire le levier **L** (deleveraging).

Sources : Vernimmen (2010) *Finance d'entreprise*, BNP Paribas

Jean-Luc Proutat

[jean-luc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jean-luc.proutat@bnpparibas.com)

