

LES ENTREPRISES VONT-ELLES PROFITER DE L'AMÉLIORATION DE LEUR TRÉSORERIE POUR INVESTIR ?

Pour évaluer le rythme de la reprise dans les prochains trimestres, l'une des principales questions qui se posent est celle de l'investissement des entreprises. Les analystes financiers tablent sur une augmentation des bénéfices des entreprises américaines. Si cela se confirme, l'on peut s'attendre à une amélioration de leur trésorerie, ce qui, sur la base des relations historiques, devrait conduire, avec un certain décalage, à une augmentation de la formation du capital. Cependant, compte tenu de la hausse de leur endettement en raison de la pandémie, elles pourraient aussi bien affecter cet excédent de trésorerie au remboursement de leur dette. Les incertitudes entourant les flux de trésorerie pourraient peser sur la propension à investir des entreprises.

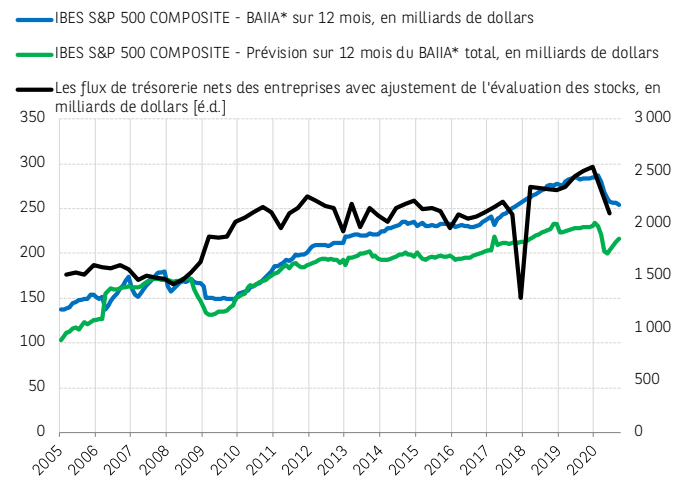
S'agissant de l'évaluation des perspectives pour 2021, l'une des principales questions qui se posent est celle du comportement d'investissement des entreprises. Compte tenu du rythme, en général, assez régulier de la croissance de la consommation privée en phase de reprise, le dynamisme de la formation brute de capital fixe, ou l'absence d'un tel dynamisme, fera la différence entre une reprise soutenue ou atone.

En attendant l'introduction d'un vaccin, l'incertitude à la fois sanitaire et économique devrait rester élevée et peser sur l'investissement des entreprises¹. Cependant, la croissance du PIB repart à la hausse et devrait entraîner dans son sillage une augmentation des bénéfices des entreprises. Comme le montre le graphique 1, aux États-Unis, l'indicateur BAIIA, qui mesure la rentabilité des entreprises, reste orienté à la baisse, quoique moins qu'auparavant, et les analystes financiers s'attendent à un rebond dans les douze prochains mois. Compte tenu d'une assez bonne corrélation entre le BAIIA et le flux de trésorerie des entreprises², l'on peut s'attendre à un redressement de cet indicateur avec la poursuite de la reprise³.

D'un point de vue macroéconomique, le cash-flow occupe une place importante dans la mesure où il est l'un des moteurs de la formation

brute de capital fixe par les entreprises. Actuellement, les entreprises sont de plus en plus nombreuses à accumuler de la trésorerie tout en étant réticentes à investir en raison de l'incertitude générale. Dès que celle-ci reculera - quand la situation sanitaire s'améliorera - cette trésorerie pourrait être débloquée et permettre une accélération de la croissance économique. Comme le montre le graphique 2, lors des récessions récentes aux États-Unis, l'accroissement des flux de trésorerie a été bien antérieur à la reprise de l'investissement des entreprises. Cela n'a rien d'étonnant : les entreprises peuvent toujours se montrer frileuses dans les premières phases d'une reprise. Selon une étude de la Banque européenne d'investissement (BEI), en termes absolus, une baisse de l'incertitude à un impact moins important sur l'investissement des entreprises qu'une hausse. Les entreprises les plus fragiles réagissent aussi plus fortement à une accentuation de

BAIIA VERSUS FLUX DE TRÉSORERIE



* bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements

SOURCES : US BEA, RÉSERVE FÉDÉRALE DE SAINT-LOUIS, REFINITIV, BNP PARIBAS

1 L'investissement des entreprises est particulièrement sensible à l'incertitude car il constitue un engagement de fonds irréversible sur un horizon à long terme. L'irréversibilité tient à la difficulté à arrêter un projet, une fois qu'il a été engagé.

2 La corrélation est loin d'être parfaite en raison de la différence des univers concernés (entreprises du S&P500 vs sociétés cotées et non cotées en comptabilité nationale) et, plus important encore, ces deux indicateurs examinent les résultats d'un point de vue différent. BAIIA (EBITDA en anglais) est un indicateur largement utilisé pour la valorisation des sociétés. Il correspond à la somme du résultat net (= bénéfice net), des impôts, des intérêts et des dotations aux amortissements et aux provisions. Le cash-flow opérationnel est égal au résultat net ajusté des dotations aux amortissements, de la variation des comptes fournisseurs et des comptes clients ainsi que de la variation des stocks (source : www.corporate-financeinstitute.com). Selon une définition répandue, le cash-flow correspond au résultat après impôt, augmenté des dotations aux amortissements. En comptabilité nationale « le cash-flow net avec ajustement de la valeur des stocks est égal aux bénéfices des entreprises non distribués avec ajustement de la valeur des stocks et ajustement de la consommation de capital, plus la consommation de capital fixe des entreprises moins les transferts nets en capital versés. C'est un indicateur, lié au bénéfice, des fonds internes disponibles pour l'investissement ». (Source : Bureau américain d'analyse économique).

3 La forte réduction des flux de trésorerie au T4 2017 est liée au *Tax Cuts and Jobs Act*. Ce texte de loi imposait un impôt unique lié au rapatriement de bénéfices accumulés à l'étranger. Il s'agit d'un transfert de capital de l'entreprise vers le gouvernement fédéral et réduit, de ce fait, le cash-flow (source: US Bureau of Economic Analysis).

L'incertitude entourant les flux de trésorerie pèse sur l'investissement des entreprises. Les politiques monétaire et budgétaire peuvent réduire cette incertitude en soutenant la croissance mais également en donnant une perspective sur leur orientation au cours des prochaines années.



l'incertitude⁴. Bien évidemment, la relation négative entre l'incertitude entourant les flux de trésorerie, d'une part, et l'investissement et l'emploi des entreprises, d'autre part, est aussi plus forte en période de récession⁵. Les entreprises peuvent aussi choisir de rembourser leur dette. La recherche empirique montre que, sur le long terme, les investissements sont sensibles aux cash-flows, mais qu'à court terme, les entreprises aux moyens financiers limités affecteront plutôt leurs flux de trésorerie à la réduction de l'endettement qu'à l'accroissement de l'investissement⁶.

Quel éclairage ces résultats nous apportent-ils sur la reprise actuelle ? Premièrement, et c'est là une bonne nouvelle, l'accroissement du cash-flow entraîne *in fine* une augmentation de l'investissement, mais avec

un décalage. Autrement dit, à court terme, les dépenses des ménages et les dépenses publiques seront déterminantes pour le rythme de la croissance du PIB. Deuxièmement, les entreprises aux moyens financiers plus limités investissent moins en termes relatifs. Cette problématique, compte tenu de l'accroissement de la dette des entreprises, consécutif à l'effondrement de l'activité en début d'année, plaide pour la mise en œuvre de politiques pour renforcer leurs fonds propres. Troisièmement, il faut tenir compte de l'incertitude entourant les flux de trésorerie. Là encore, les politiques économiques ont un rôle à jouer en soutenant la reprise – sur les plans monétaire et budgétaire – mais aussi en donnant une perspective sur l'orientation de ces politiques au cours des prochaines années. Les banques centrales recourent pour ce faire à la *forward guidance*. Les gouvernements pourraient en faire autant en donnant une visibilité sur la fiscalité et les dépenses.

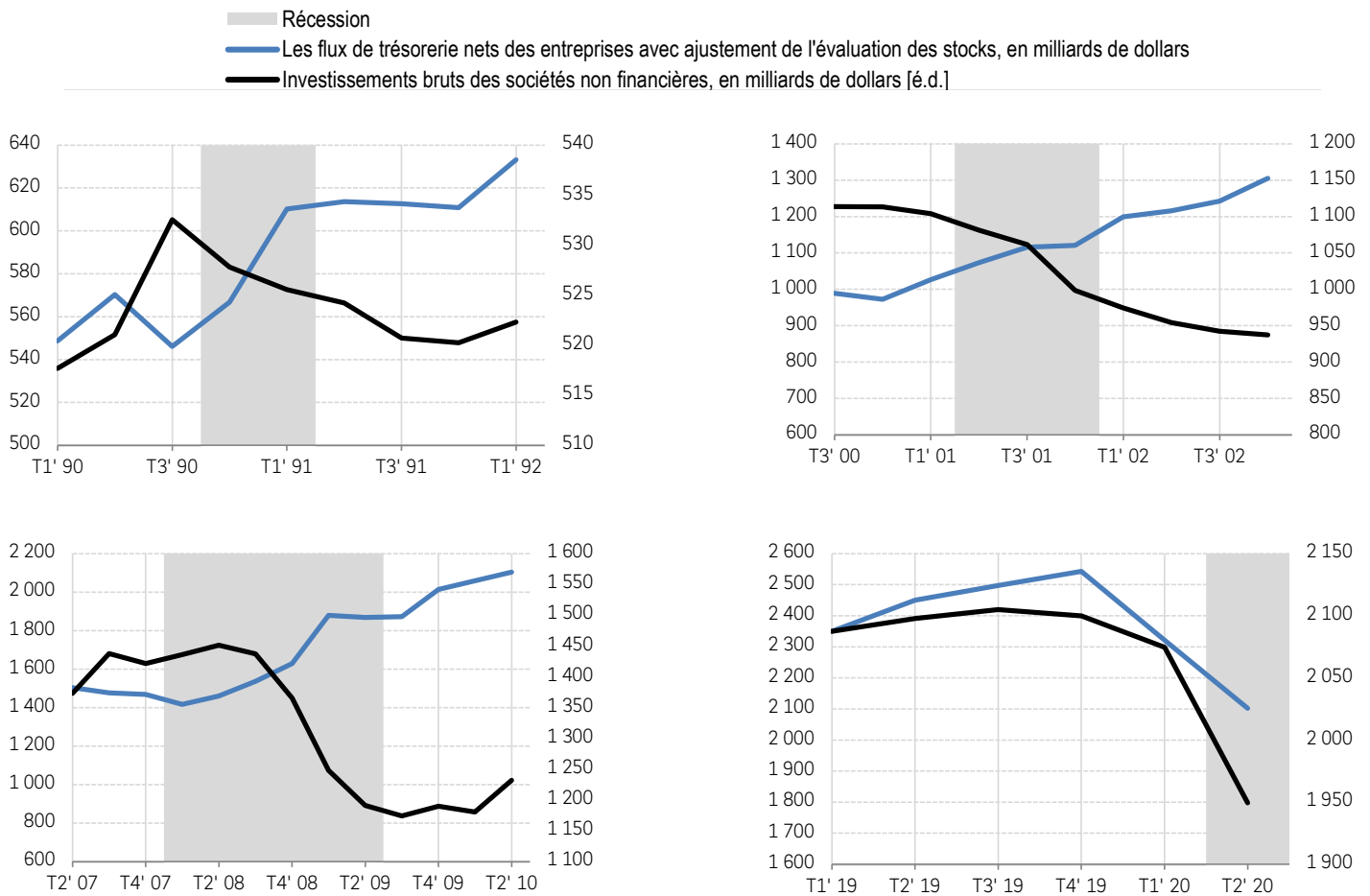
William De Vijlder

4 Source : Banque européenne d'investissement, Rapport sur l'investissement 2019/2020.

5 Source : *Employment, Corporate Investment and Cash Flow Uncertainty*, Sanjai Bhagat et Julian Obreja, 2011

6 Dasgupta, S., Noe, T., & Wang, Z. (2011). *Where Did All the Dollars Go? The Effect of Cash Flows on Capital and Asset Structure*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 46(5), 1259-1294. doi:10.1017/S0022109011000512

FLUX DE TRÉSORERIE ET INVESTISSEMENTS BRUTS



SOURCES : US BEA, RÉSERVE FÉDÉRALE DE SAINT-LOUIS, BNP PARIBAS

