

ENTREPRISES... EN CRISE

Odile CHAGNY, Florian PELGRIN et Mathieu PLANE*

Département analyse et prévision

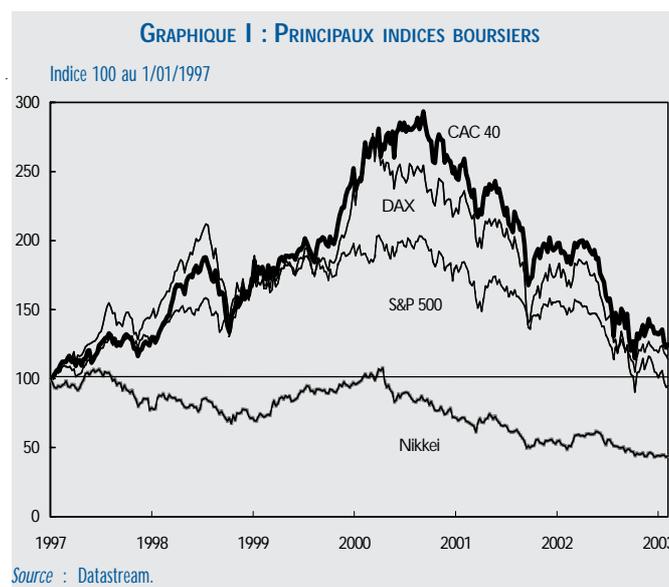
La reprise attendue au printemps 2002 n'a pas eu lieu. Dans la zone euro, la croissance serait de 0,7 % pour l'année 2002. Les États-Unis ont connu une croissance supérieure (2,4 % en 2002), mais en retrait par rapport aux performances de la fin des années 1990. Les tensions géopolitiques et les crises financières en Amérique latine ont contribué à ces mauvaises performances. Mais ces événements ne suffisent pas à comprendre ou à expliquer le choc profond qui atteint les entreprises des pays développés. Au-delà des écarts qui caractérisent la situation d'un pays à l'autre, un constat général s'impose au début 2003. Aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro, les entreprises sont confrontées à de fortes contraintes structurelles, qui ont pesé et pèseront sur l'investissement au cours des prochains trimestres. Ces contraintes se traduisent par une difficulté généralisée de financement dont l'origine est la crise que connaissent les marchés financiers depuis le printemps 2000.

La grande déprime des marchés financiers...

Depuis les niveaux historiques atteints au début de l'année 2000, les marchés boursiers se sont effondrés. Entre mars 2000 et début février 2003, le CAC40 a perdu 56 % de sa valeur, le DAX 65 %, le S&P500 44 % et l'indice composite NASDAQ a enregistré une chute de 72 % (graphique 1). Dans ce contexte, les niveaux des PER sont revenus à des valeurs de longue période alors même que ce ratio avait plus que doublé sur la plupart des marchés boursiers et conduit à des valeurs extravagantes pour certains secteurs, notamment les télécommunications en Europe. Cependant, malgré la baisse des niveaux de PER, dans un contexte de taux d'intérêt bas, les primes de risque restent élevées.

* Cette lettre reprend et développe l'analyse faite par le Département analyse et prévision présentée dans « L'été meurtrier, perspectives 2002-2003 pour l'économie mondiale » parue dans la *Revue de l'OFCE* n° 83 et la *Lettre de l'OFCE* n° 225, octobre 2002.

Les causes de la chute des marchés boursiers sont à peu près identifiées. D'une part, les marchés financiers ont été confrontés au mouvement de dégonflement de la bulle des nouvelles technologies. D'autre part, les perspectives dégradées de croissance, associées à une aversion accrue au risque, ont entretenu cette chute des cours boursiers. Enfin, la crise de confiance relative à la transparence des comptes des entreprises a amplifié les incertitudes sur les marchés financiers.



A la fin des années 1990, le paradigme de la « nouvelle économie » a conduit les investisseurs à ne pas voir dans les ratios de valorisation financière des signes de surévaluation. L'ajustement a été alors d'autant plus important que les excès passés l'avaient été. En prenant brusquement la mesure du risque à offrir trop facilement du financement, les investisseurs sont devenus extrêmement prudents. Dans ce contexte, les États-Unis ont néanmoins mieux résisté que les marchés boursiers de la zone euro, pour plusieurs raisons. Premièrement, la part du secteur des services de télécommunications dans la capitalisation boursière est plus

élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis. En mai 2000, elle représentait 17,4 % de la capitalisation boursière totale de la zone euro contre 7,5 % aux États-Unis. Or c'est ce secteur qui a enregistré la plus forte baisse. Deuxièmement, les perspectives dégradées de croissance ont amplifié les incertitudes sur les marchés boursiers. De plus, les perspectives de croissance de la zone euro restent faibles et conditionnées à la reprise américaine.

Le recul du prix des actifs a également renforcé l'aversion au risque des investisseurs et des épargnants. Les agents ont révisé leurs anticipations de rendement des actifs risqués à la baisse. On a constaté ainsi une forte demande pour des produits d'épargne moins risqués. Ceci s'est également traduit par une demande accrue de titres de la dette publique aux États-Unis, ce qui a favorisé une forte baisse des taux obligataires (6,7 % en janvier 2000, 3,6 % au point bas d'octobre 2002 et 4,0 % début février 2003). L'aversion plus marquée au risque a aussi touché les banques, ce qui a entraîné un durcissement des conditions de crédits offerts aux entreprises (graphique 2).

...a renchéri le coût de financement des entreprises

Aux États-Unis, dès le troisième trimestre 2000, on a assisté à un ralentissement des nouveaux crédits bancaires aux entreprises. Ce phénomène est le résultat à la fois d'une moindre demande de crédits de la part des entreprises, en raison des perspectives de profit dégradées, et d'une restriction de l'offre de crédits du côté des banques, suite à la hausse des provisions pour pertes dans leurs bilans. En 2001, le ralentissement des crédits s'est accompagné d'une contraction des émissions de papier commercial (graphique 3). Dans les périodes de ralentissement économique, où les crédits bancaires sont restreints, les entreprises peuvent normalement se reporter sur le marché obligataire à un coût réduit, grâce à la baisse des taux directeurs. Cet effet n'a cependant pas pu jouer pleinement en 2001. Les marchés obligataires sont restés dynamiques jusqu'à la fin 2001, mais ils n'ont bénéficié qu'aux émetteurs bien notés, alors même qu'un nombre croissant d'entreprises voyait leur *rating* se dégrader. Contraintes dans leur accès au financement externe, les entreprises américaines ont fortement révisé à la baisse leurs plans d'investissement dès 2000, et surtout en 2001. Ce mécanisme a contribué à enclencher la récession américaine et a aussi permis un redressement net du taux d'autofinancement en 2001 (graphique 4).

Dans la zone euro, le financement bancaire et la croissance des émissions de titres ont fortement ralenti entre début 2001 et début 2002 (graphique 5). Le ralentissement a été d'autant plus marqué que la hausse des prêts avait été accentuée par les achats de licences UMTS¹ en 2000. Mais d'autres facteurs ont également joué. La dynamique des flux nets d'engagements des sociétés non financières constatée entre 1995 et 2000 (2,6 % du PIB en 1995, 15,8 % en 2000) a été le reflet d'une baisse prononcée du taux d'autofinancement des entreprises

1. L'Universal Mobile Telecommunication System est la troisième génération de téléphones mobiles.

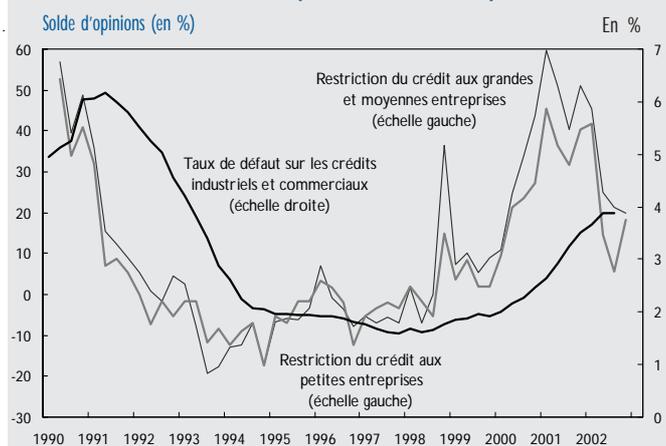
2. Sur ce point, voir notamment le rapport mensuel d'octobre 2002 de la Bundesbank.

(graphique 4), ainsi que des importants placements financiers liés aux fusions-acquisitions, qui se sont accélérées en 2000. Le net ralentissement des acquisitions d'entreprises en 2001 a été conjoint à la chute des marchés boursiers. Ces opérations ont laissé place, début 2001, à des opérations de consolidation et de restructuration de la dette. Dans le même temps, les entreprises de la zone euro ont été confrontées au ralentissement de l'activité économique, à des primes de risque accrues sur les obligations privées, ainsi que, dans certains pays notamment en Allemagne², à un accès plus difficile au financement bancaire.

La défiance des marchés financiers...

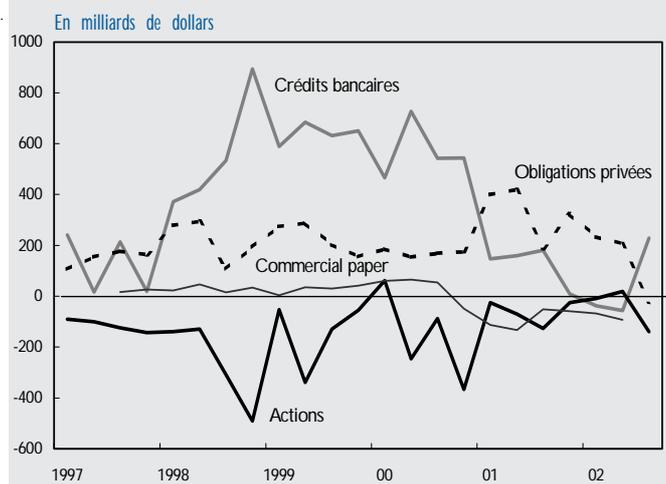
Une nouvelle étape dans la défiance et l'incertitude des marchés financiers a été franchie début 2002, avec les révélations entourant la faillite d'Enron, puis celle d'autres grandes sociétés américaines (K-Mart, Global Crossing ou encore Worldcom). Aux États-Unis, le regain d'optimisme sur les marchés boursiers en début d'année 2002 a rapidement laissé place à un pessimisme de plus en plus marqué à partir du printemps, et les évolutions des cours boursiers dans la zone euro ont été très similaires à celles observées aux États-Unis.

GRAPHIQUE 2 : TAUX DE DÉFAUT SUR LES ENTREPRISES ET RESTRICTION SUR LES CRÉDITS (BANQUES AMÉRICAINES)



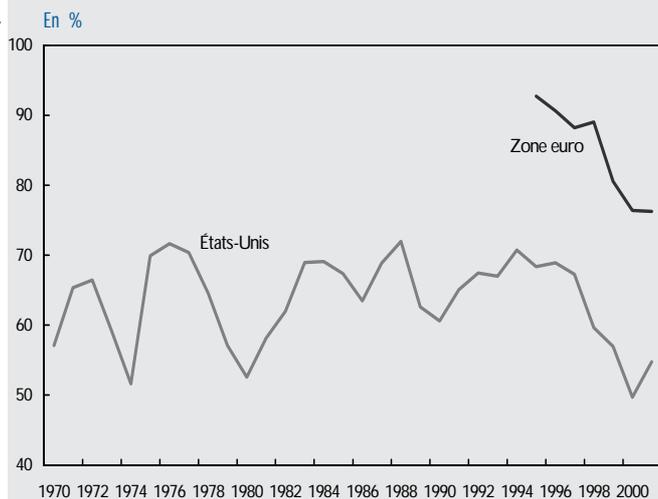
Source : Réserve fédérale.

GRAPHIQUE 3 : VARIATION NETTE DES ENGAGEMENTS DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES AUX ÉTATS-UNIS



Source : Réserve fédérale.

GRAPHIQUE 4 : TAUX D'AUTOFINANCEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES



Sources : BEA, Banque centrale européenne.

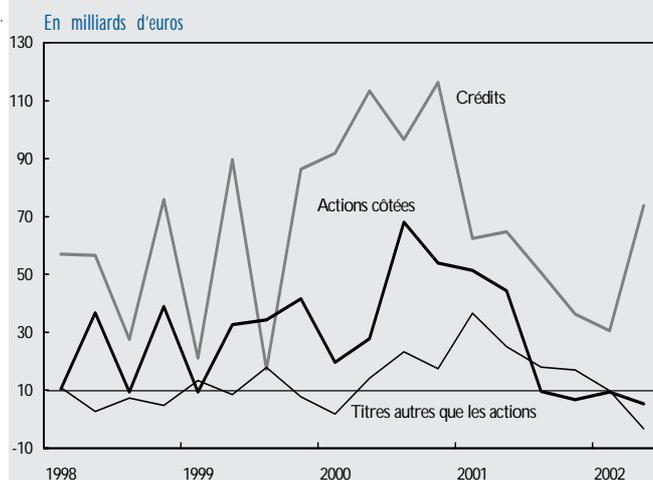
Relativement épargné en 2001, le marché obligataire privé a succombé également en 2002. Aux États-Unis, le montant des émissions nettes d'obligations privées a été divisé par deux entre le second semestre 2001 et le premier semestre 2002. Tant aux États-Unis qu'en Europe, les primes de risques sur les obligations privées se sont orientées à la hausse. La défiance a touché l'ensemble des notations aux États-Unis (+ 120 points de base pour les entreprises cotées AAA, + 130 points de base pour les entreprises cotées BAA entre la mi-mars et la fin octobre 2002) (graphique 6). Dans la zone euro, elle a été concentrée sur les entreprises à mauvaise notation. Si les inquiétudes quant à la santé financière des entreprises se sont temporairement atténuées après la date butoir du 14 août pour la présentation des comptes certifiés des sociétés américaines, le spectre des mauvais résultats a ressurgi avec les annonces de Philip Morris et des grandes compagnies aériennes américaines en septembre 2002. La publication de mauvais indicateurs économiques et la révision des perspectives de croissance de l'économie américaine ont alors de nouveau alimenté le pessimisme des marchés, et les évolutions du mois de septembre 2002 ont confirmé la correction des valeurs boursières. Entre janvier et la mi-octobre 2002, le S&P500 a perdu 30 % de sa valeur.

Un retournement s'est cependant amorcé avec la publication des bons résultats de General Electric et d'IBM à la mi-octobre 2002, puis de ceux de quelques grandes banques. Ce regain d'optimisme s'est produit dans un contexte encore prédominé par des annonces de *profits warnings*, ainsi que dans un climat conjoncturel encore hésitant au niveau macro-économique. Entre la mi-octobre et la fin novembre, le S&P500 a regagné 21 % de sa valeur, le CAC 40 25 % et l'indice DAX 29 %. Le rebond a été particulièrement net dans le secteur des banques, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. Le regain d'optimisme a également été partagé par les marchés obligataires. Dans la zone euro, un mouvement de réduction des *spreads* sur les obligations, notamment pour les entreprises mal notées, s'est enclenché à partir de la mi-octobre 2002 (- 100 points de base pour les obligations BBB entre la mi-octobre 2002 à la mi-janvier 2003). Aux États-Unis, la baisse de 50 points de base des taux directeurs de la FED le 6 novembre 2002 a été suivie d'une remontée des taux longs, et les primes de risque sur les obligations privées se sont également orientées à la baisse (graphique 6). Cependant,

depuis le début du mois de décembre 2002, les sérieuses menaces de guerre en Irak ont fortement pesé sur les cours des actions. Les marchés boursiers se sont réorientés à la baisse malgré la baisse de 50 points de base des taux directeurs de la BCE le 5 décembre : entre début décembre 2002 et début février 2003, le CAC a perdu 13 % de sa valeur, le DAX 19 % et le SP500 10 %. Les primes de risque sur les obligations se sont également dégradées depuis la mi-janvier 2003.

Les évolutions récentes montrent que le mouvement de correction à la baisse des marchés tarde à prendre fin, d'autant que les incertitudes de nature géopolitique sont venues se surajouter à l'émergence de nouveaux facteurs de risques. L'inquiétude relative à la recapitalisation nécessaire des fonds de pensions d'entreprises a ainsi débouché en octobre 2002 sur la dégradation des notations de plusieurs grandes entreprises des secteurs automobile, aéronautique et des télécommunications aux États-Unis.

GRAPHIQUE 5 : VARIATION NETTE DES ENGAGEMENTS DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES DANS LA ZONE EURO



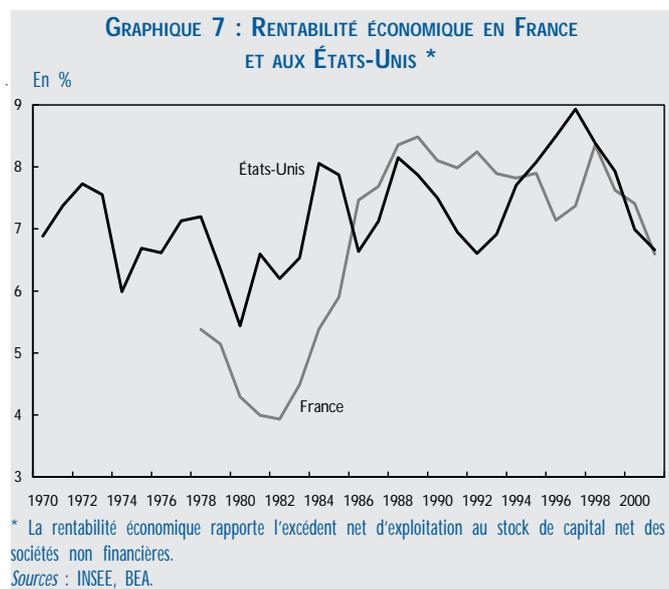
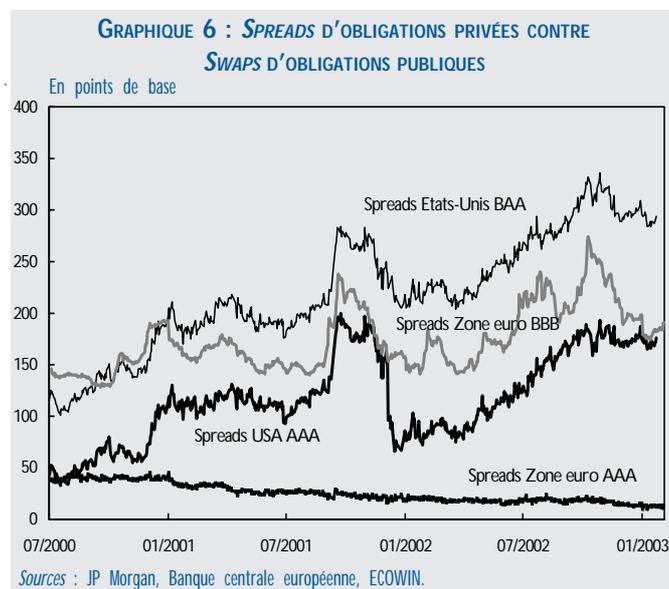
Source : Banque centrale européenne.

... perturbe les canaux de transmission de la politique monétaire

Le climat de défiance généralisée qui a prévalu jusqu'à très récemment a eu pour principale conséquence de maintenir le coût de financement externe pour les entreprises à un niveau élevé, ce qui perturbe les canaux habituels de transmission de la politique monétaire. Or l'incitation à investir sur les marchés financiers est forte si les perspectives de rentabilité et de rentabilité sont attrayantes. De ce point de vue, la situation actuelle reste encore, pour plusieurs raisons, très incertaine.

En premier lieu, la baisse des profits s'est traduite par une dégradation de la rentabilité économique des capitaux. Aux États-Unis, le taux de rentabilité économique des entreprises non financières a ainsi reculé de plus de 2 points entre le point haut de 1997 et 2001. L'effort de redressement des marges permis par le ralentissement des coûts salariaux unitaires en 2001 (+ 1,4 % après + 4,4 % en 2000) s'était certes traduit par une moindre baisse de la rentabilité économique en 2001 ; mais les premiers éléments disponibles pour 2002 (notamment le recul du taux de marge au troisième trimestre) laissent penser que les conditions de rentabilité des entreprises restent encore assez mauvaises à la fin 2002. Si dans certains grands pays de la zone

euro, comme l'Allemagne et l'Italie, la rentabilité économique s'est peu dégradée, voire même maintenue jusqu'en 2001, les évolutions sont plus préoccupantes en France et aux Pays-Bas. L'évolution de la rentabilité des entreprises françaises n'est ainsi guère plus favorable qu'aux États-Unis depuis 1997 (graphique 7), d'autant plus qu'elle s'inscrit dans un mouvement d'érosion de la rentabilité quasi-régulier depuis le début des années 1990, alors qu'aux États-Unis elle vient surtout corriger le mouvement de hausse des années postérieures à la récession de 1991.



En second lieu, la nécessité d'amortir les survaleurs (*goodwills*) accumulées lors de la période « d'exubérance irrationnelle » déprime les résultats nets des entreprises. Ces survaleurs, qui résultent de la différence entre la valeur d'achat et la valeur comptable des fonds propres des entreprises

3. Commissariat Général du Plan, 2002 : « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », rapport du groupe présidé par Dominique Plihon, *La Documentation française*

4. Secteur financier, *Revue de stabilité financière*, novembre 2002.

acquises, représentaient, en 2001, 100 % des fonds propres des entreprises du CAC40 en France et 66 % des fonds propres des entreprises du S&P 100 aux États-Unis³. Pour une part, ces survaleurs sont la conséquence de la crise de la gouvernance d'entreprise : la vision de court terme de certains dirigeants, contraints de satisfaire aux exigences d'investisseurs *supranationaux*, a en effet conduit à de nombreuses opérations hasardeuses au cours des dernières années.

En troisième lieu, la prime de risque sur les obligations privées reste élevée, en particulier aux États-Unis, et la poursuite de la dégradation des notations des entreprises pèse sur la rentabilité des entreprises.

Dans le même temps, les banques ont également été touchées par l'accroissement de l'aversion au risque. Cependant, le recours croissant des banques à des instruments complexes de couverture du risque et la baisse des taux d'intérêt directs des banques centrales leur ont permis de maintenir leur rentabilité à un niveau assez élevé en 2001. Dans la zone euro par exemple, les provisions pour risque de défaut de crédits et la réduction des revenus hors intérêt se sont certes soldées par une baisse marquée de la rentabilité des principales banques ; mais, en 2001, elle était encore nettement supérieure aux niveaux de 1998-1999. Néanmoins, en 2002, la situation financière des banques s'est dégradée sous la pression croissante des risques qu'elles portent, et qui se matérialisent avec décalage. La poursuite de l'éclatement de la bulle financière dans les secteurs des TMT et le ralentissement de la croissance ont été à l'origine de risques sectoriels accrus⁴ (télécommunications, énergie, transport aérien), augmentant les créances douteuses des banques. Le risque sur certains pays d'Amérique latine s'est nettement aggravé. La chute des marchés financiers, dans un contexte de forte volatilité, a accru le risque de marché lié aux moins-values potentielles dans les portefeuilles bancaires. Au total, la hausse des créances douteuses et des provisions des banques a augmenté la charge du risque de crédit et dégradé les résultats bancaires en 2002. En Europe, les banques allemandes sont aujourd'hui celles qui sont les plus exposées au risque de crédit. Elles sont en effet confrontées à une multiplication de défaillances touchant notamment des groupes importants : Kirch, Philipp Holzmann, Babcock.

Cette aversion accrue au risque des banques a deux conséquences. D'une part, elle reporte sur d'autres acteurs l'exposition au risque (les assureurs et réassureurs par exemple) ; la diffusion du risque à des acteurs sur lesquels la politique monétaire n'a pas prise accroît le risque de crise systémique. D'autre part, face à l'augmentation du risque de défaut des entreprises, les banques sont réticentes à prêter aux entreprises et se sont tournées vers les ménages, dont les emprunts hypothécaires ont été favorisés par le bas niveau des taux d'intérêt débiteurs.

Au-delà des incertitudes géopolitiques pesant sur les marchés financiers, la contrainte qui pèse actuellement sur la situation financière des entreprises est forte. Elle risque d'avoir des conséquences durables sur la dynamique d'investissement au cours des prochains trimestres, voire au delà, aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro ■