

L'INVESTISSEMENT JOUE À « CASH-CASH »

Département analyse et prévision de l'OFCE

La rentabilité des entreprises s'est nettement redressée en 2003 et 2004. Amorcée aux États-Unis l'année dernière, la croissance des profits a cependant gagné l'Europe avec un temps de retard. Alors que la rentabilité semble avoir atteint un pic outre-Atlantique au troisième trimestre 2004, elle se poursuit avec vigueur en Europe qui devrait rattraper, puis dépasser à la fin 2004, les États-Unis. L'effet du cycle de productivité, plus précoce aux États-Unis du fait d'une reprise antérieure à celle de l'Europe, explique ce ciseau.

Le rebond du taux d'investissement productif entamé au début de l'année 2003 aux États-Unis n'est pas encore visible dans la zone euro. Cependant, même aux États-Unis, les profits augmentent plus rapidement que l'investissement. Les taux d'autofinancement s'améliorent donc de part et d'autre de l'Atlantique, ce qui explique le moindre recours des SNF au financement externe. Les entreprises utilisent une part importante de leurs liquidités au désendettement, à la distribution de dividendes ou au rachat d'actions.

En contrepartie, la qualité de la dette des sociétés s'est fortement améliorée, réduisant les primes de risque et encourageant l'offre de crédit bancaire à des coûts de plus en plus faibles. Cette position attentiste des entreprises profite plus aux marchés obligataires, rassurés par la diminution des risques, qu'aux marchés d'actions pénalisés en 2004 par la hausse des prix du pétrole et le manque de projets d'investissements.

La sous-évaluation des cours boursiers européens, au regard des profits dégagés par les entreprises, et l'abondance de liquidités pourraient conduire à des opérations de rachat et à une augmentation de la valorisation boursière des marchés. L'augmentation de la capitalisation boursière faciliterait alors la croissance de l'investissement.

■ Département analyse et prévision

Le début de l'année 2004 s'est caractérisé par net un redressement important de la rentabilité des entreprises, en particulier en Europe. Le rebond du taux d'investissement productif entamé au début de l'année 2003 aux États-Unis n'est pas encore visible dans la zone euro. Cependant, même aux États-Unis, les profits croissent plus rapidement que l'investissement. Les taux d'autofinancement s'améliorent donc de part et d'autre de l'Atlantique, ce qui explique le moindre recours des sociétés non financières (SNF) au financement externe. Les entreprises utilisent une part importante de leurs liquidités à se désendetter et à distribuer des dividendes.

La croissance importante des profits, associée au désendettement des sociétés, a diminué fortement les risques de défaut et accru les ratios de solvabilité. La dette des entreprises est peu coûteuse (les taux bancaires et obligataires sont bas) et l'offre de crédits bancaires est importante. Les conditions financières sont donc très bonnes mais les entreprises restent focalisées sur leur niveau d'endettement et ne profitent pas du financement externe.

Cette position attentiste des entreprises profite plus aux marchés obligataires qu'à ceux des actions. De plus, la hausse des prix du pétrole, en abaissant les perspectives de profits des entreprises, et les résultats moins bons que prévus dans le secteur des TIC (Technologies de l'Information et de la Communication) ont pesé sur les cours boursiers entre avril et août 2004 des deux côtés de l'Atlantique. Néanmoins, depuis la mi-août jusqu'à début octobre, la tendance boursière est de nouveau à la hausse.

Les cours boursiers européens, à la différence des États-Unis, semblent sous-évalués au regard des résultats affichés par les entreprises. Un rattrapage des PER européens sur ceux observés outre-Atlantique pourrait s'opérer en 2005. La sous-évaluation des cours boursiers européens et l'abondance de liquidités pourraient conduire à une recrudescence des offres publiques d'achat (OPA) et à une augmentation de la valorisation boursière des marchés. La hausse de la capitalisation boursière faciliterait alors la croissance de l'investissement.

Nette amélioration de la rentabilité des entreprises...

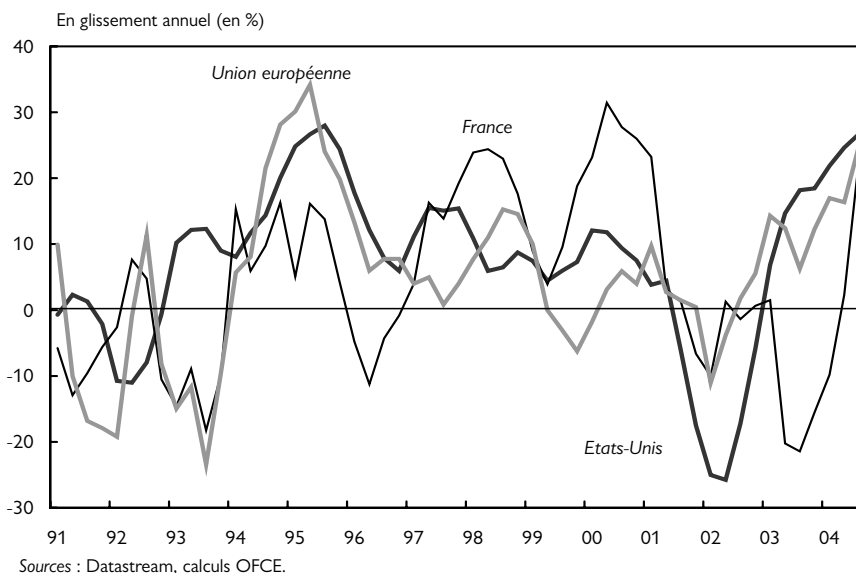
Les bénéfices réalisés par les entreprises américaines se sont très largement redressés en 2003 et au cours du premier semestre 2004, mais la croissance des bénéfices semble avoir atteint un pic au troisième trimestre, atteignant près de 25 % (graphique 1). Les bénéfices continueraient de progresser fin 2004-début 2005 mais à des rythmes

L'INVESTISSEMENT JOUE À « CASH-CASH » ■

inférieurs à ceux de la mi-2004. Selon Thomson Financial, les résultats des sociétés américaines augmenteraient d'environ 15 % durant le reste de l'année, et de 7,5 % au premier trimestre 2005.

En 2003, les bénéfices des entreprises européennes se sont améliorés mais ce redressement a été moins fort qu'aux États-Unis. En revanche, à partir du début de l'année 2004, le rythme de croissance des bénéfices des sociétés du Vieux Continent a rattrapé celui des entreprises outre-Atlantique. Ce net mouvement de rattrapage en 2004, est encore plus marqué du côté des entreprises françaises. À la mi-2004, les bénéfices des entreprises européennes progressent au même rythme que ceux des sociétés américaines. Ce mouvement devrait se prolonger après le troisième trimestre 2004. Le taux de croissance des résultats européens alors dépasserait celui qui prévaut outre-Atlantique.

1. Bénéfices des entreprises cotées

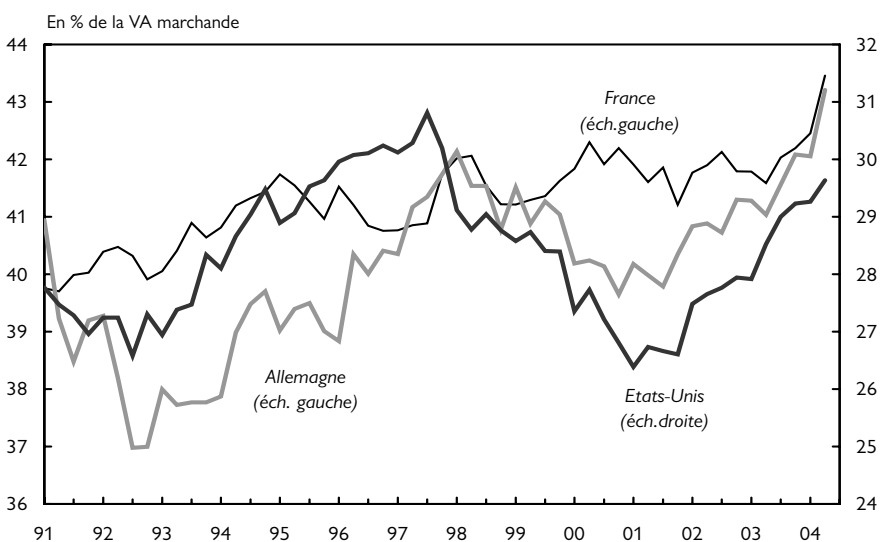


Ce redressement important de la rentabilité des entreprises européennes est confirmé par les données de taux de marge (graphique 2). Depuis un an, le redressement de cet indicateur de rentabilité a été plus marqué en France et en Allemagne qu'aux États-Unis. Il a en effet progressé de 2,2 points en Allemagne entre les deuxièmes trimestres 2003 et 2004, de 1,9 point en France et de 1,1 point aux États-Unis. Les taux de marge européens, notamment français, continueraient de progresser au moins jusqu'à la fin de l'année 2004, les entreprises bénéficiant du cycle de productivité habituel en période de

■ Département analyse et prévision

reprise. À l'inverse, les entreprises américaines, qui ont réalisé leurs efforts de redressement de la rentabilité en 2002 et 2003, ont déjà pleinement profité du cycle de productivité, et devraient voir ses effets commencer à s'essouffler à partir de la mi-2004.

2. Taux de marge (branches marchandes)

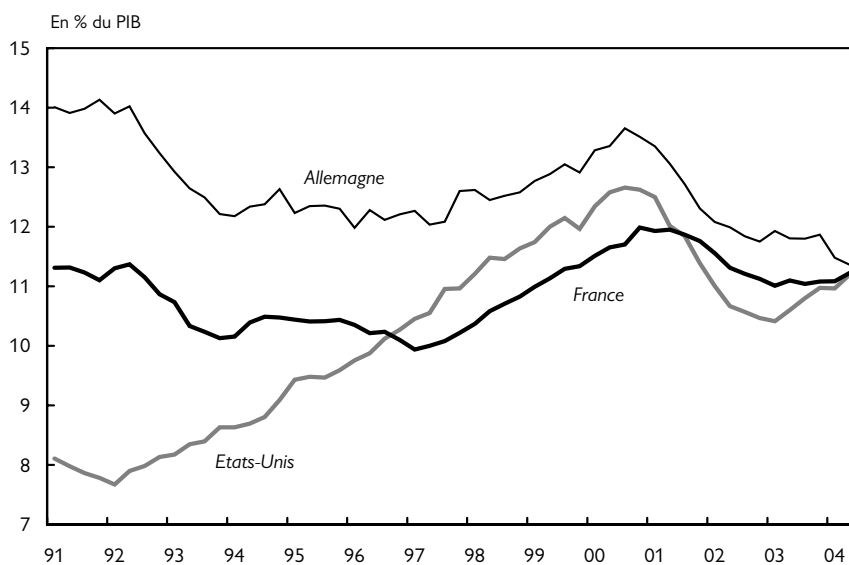


... mais peu d'investissements

Le rebond du taux d'investissement productif entamé au début de l'année 2003 aux États-Unis n'est pas encore visible dans la zone euro (graphique 3). La hausse de la FBCF productive américaine est restée cependant inférieure à la hausse des profits, le taux d'autofinancement continuant à s'apprécier en 2003 et début 2004. Les entreprises américaines ont donc des marges de manœuvre pour financer leurs dépenses d'investissement, ce qui explique qu'elles aient un moindre recours au financement externe.

En Europe, les entreprises restent frileuses en matière d'investissement malgré la hausse spectaculaire des profits. Les perspectives incertaines de débouchés et les risques pesant sur la croissance empêchent une reprise vigoureuse de l'investissement productif des SNF.

3. Taux d'investissement productif



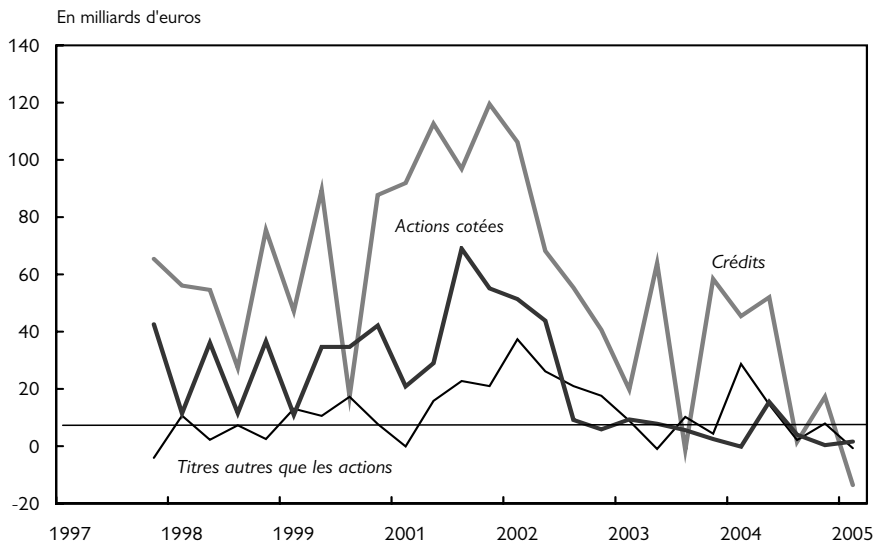
La priorité donnée au désendettement...

Les entreprises européennes restent attentistes, l'expérience récente de la bulle technologique ayant marqué les esprits. Elles maintiennent donc une logique de désendettement et ne cherchent pas à lever des fonds en vue d'éventuels investissements. Au premier trimestre 2004, la variation nette du passif des SNF de la zone euro a été négative (graphique 4), pour la première fois depuis 1997.

Les entreprises qui dégagent des profits élevés donnent encore la priorité à leur désendettement, même si elles ne rencontrent aucun problème de solvabilité. Elles utilisent une grande partie de leurs excédents pour alléger leur dette ou la racheter pour en émettre une nouvelle, dans de meilleures conditions. De plus, elles contractent très peu de nouveaux emprunts : le recours au financement par crédit bancaire dans la zone euro est au niveau le plus bas depuis 1997 et, aux États-Unis, ce mode de financement reste toujours à un niveau faible (graphique 5).

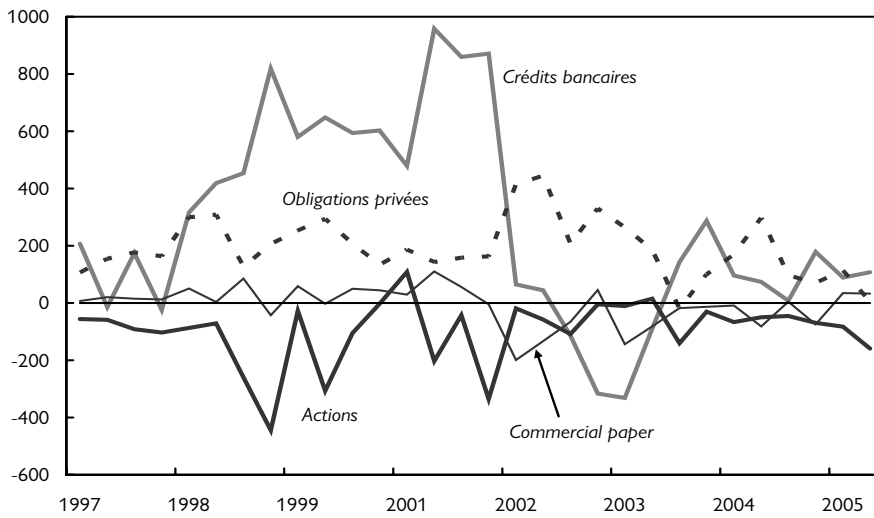
■ Département analyse et prévision

4. Variation nette du passif des SNF de la zone euro



Source : Banque centrale européenne.

5. Variation nette du passif des SNF des États-Unis



Source : Réserve fédérale.

L'INVESTISSEMENT JOUE À « CASH-CASH » ■

Les entreprises distribuent à leurs actionnaires les liquidités qui n'ont pas été affectées au désendettement. Outre que ces opérations soulignent le manque de perspectives d'investissements rentables, elles sont encouragées par la baisse de la fiscalité des dividendes aux États-Unis. Avec le vote du JGTRA de mai 2003 (Jobs and Growth Tax Reconciliation Act), le taux d'imposition américain sur les dividendes, qui était de 39,6 %, est passé à 15 %.

La priorité actuelle des entreprises n'est pas d'investir mais de satisfaire leurs actionnaires, et lorsque les sociétés ne distribuent pas de dividendes, elles rachètent leurs actions. Aux États-Unis, les entreprises cotées ont déjà annoncé en septembre un montant de 172 milliards de dollars de rachats d'actions pour l'année 2004, le double du montant annoncé à la même époque en 2003. L'Europe n'est pas encore au niveau des États-Unis dans le domaine, mais comble son retard. La variation nette de l'encours des actions cotées des SNF en Europe est quasiment nulle depuis la fin 2003, les rachats d'actions opérés par les entreprises étant équivalents aux nouvelles émissions.

... améliore les conditions de financement...

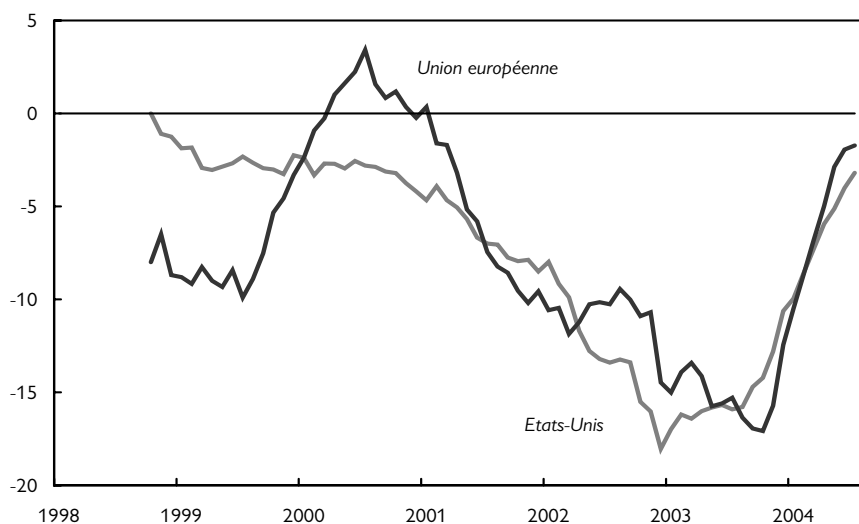
La rentabilité retrouvée des entreprises, accompagnée d'une politique de désendettement, a eu pour effet d'améliorer la qualité du crédit des sociétés des deux côtés de l'Atlantique: baisse significative des taux de défaut sur les emprunts, amélioration importante du différentiel de « rating » (graphique 6), baisse des primes de risque obligataires, hausse du taux d'autofinancement et ratios de solvabilité élevés.

Les conditions de financement bancaire et obligataire sont donc très favorables pour les entreprises, par l'effet conjugué des taux très bas pratiqués par les institutions financières et les marchés obligataires et de l'offre abondante de crédit bancaire.

Les spreads obligataires des entreprises, mesurés par la différence entre les rendements obligataires privés et publics, n'ont cessé de diminuer pour deux raisons: la meilleure santé financière des entreprises limite le risque de défaut et le déséquilibre entre l'offre et la demande pour les obligations d'entreprises se traduit par une baisse des rendements privés. En effet, l'offre obligataire privée est faible (les émissions nettes d'obligations sont nulles dans la zone euro et faibles aux États-Unis), alors même que les investisseurs, dont les liquidités sont abondantes, formulent une vive demande pour ces titres.

■ Département analyse et prévision

6. Notation des entreprises *



* Pourcentage des entreprises dont la notation a été améliorée déduit du pourcentage des entreprises dont la notation a été dégradée.
Source : Moody's.

... mais ne sourit pas aux Bourses

Cette position attentiste des entreprises profite plus aux marchés obligataires qu'à ceux des actions (malgré la hausse des profits). Les cours des actions ont reculé en Europe et aux États-Unis entre le début du mois d'avril et la mi-août 2004. La hausse du prix du pétrole et les résultats des entreprises moins bons que prévus, en particulier dans le secteur des TIC, ont pesé sur les cours boursiers. Les avertissements sur résultats des entreprises informatiques ont entraîné une baisse importante des indices technologiques, particulièrement en Europe, tirant vers le bas les indices globaux. Entre début avril et la mi-août 2004, l'Eurostoxx a baissé de 11 %, le S&P500 de 8 % alors que l'Eurostoxx techno perdait 37 % et le Nasdaq 16 % (graphique 7).

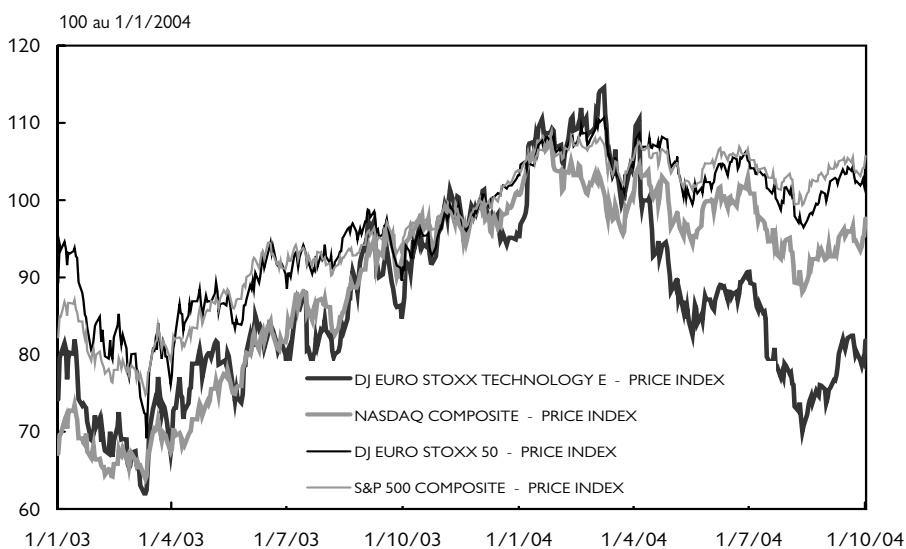
Aux États-Unis, la publication de données macroéconomiques inférieures aux attentes, notamment sur le marché du travail, a aussi contribué à la baisse des cours boursiers américains.

Depuis la mi-août 2004, malgré la flambée des prix du pétrole, les indices boursiers se sont nettement redressés, en particulier dans le secteur des TIC. De cette date jusqu'au début du mois d'octobre, l'Eurostoxx a progressé de 8 %, le S&P500 de 6 %, l'Eurostoxx technologie de 17 % et le Nasdaq de 11 %. Les valeurs technologiques, secteur

L'INVESTISSEMENT JOUE À « CASH-CASH » ■

le plus sensible aux perspectives d'investissement des entreprises, ont bénéficié d'une mini reprise. En effet, après la sous performance au premier semestre des indices technologiques, l'expiration de la mesure d'amortissement accéléré aux États-Unis le 31 décembre prochain, pourrait, à court terme, stimuler les achats technologiques des entreprises américaines.

7. Cours boursiers

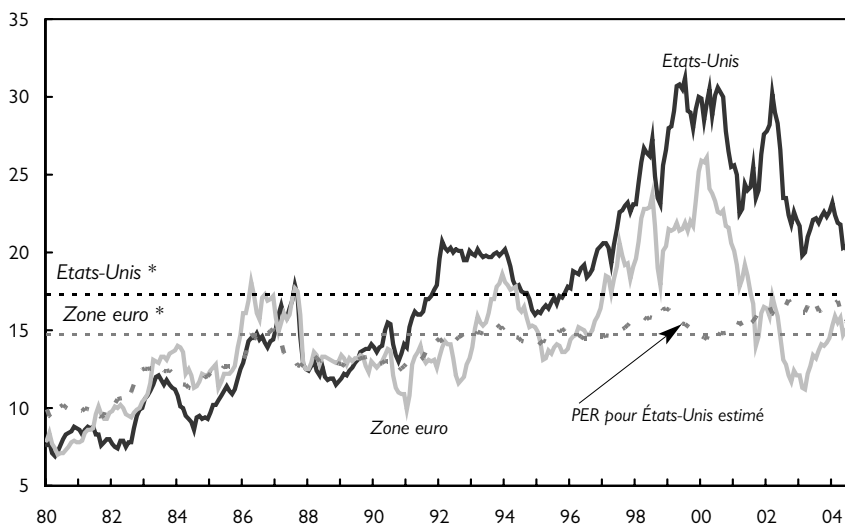


Source : Datastream.

Longtemps à la remorque de Wall Street, les marchés européens pourraient, en 2005, mieux se comporter que les places américaines pour plusieurs raisons : tout d'abord, au regard des différentiels de PER (capitalisation boursière/résultat net) entre les deux zones, les entreprises européennes sont sensiblement moins chères. Celles-ci, à la différence des sociétés américaines, semblent sous-évaluées au regard des bénéfices qu'elles dégagent. Même si l'on mesure mal la valeur d'équilibre du PER, il semble que le PER américain soit encore au-dessus de sa moyenne de long terme alors que le PER européen serait inférieur à sa valeur d'équilibre. En effet, le PER était de 14 dans la zone euro en septembre 2004 alors qu'il était supérieur à 19 aux États-Unis à la même date (graphique 8). Ensuite, au niveau macroéconomique, les prévisions annoncent une accélération de la croissance dans la zone euro entre 2004 et 2005 alors qu'elle devrait ralentir aux États-Unis. Cependant, la croissance américaine resterait nettement supérieure à la croissance européenne en 2005, avec 3,5 % aux États-Unis contre 2,4 % pour la zone euro. Enfin, la croissance des profits américains semble avoir atteint un point haut en 2004 ce qui ne semble pas être le cas en Europe.

■ Département analyse et prévision

8. Price Earning Ratio



* Moyenne.

Sources : Datastream, calculs OFCE.

Plusieurs éléments nous amènent à penser que l'atonie observée sur les marchés financiers ne devrait pas durer, en particulier en Europe. Les profits des entreprises augmentent rapidement, le coût de leur dette est faible, les taux de défaut sont bas et les investisseurs disposent de beaucoup de liquidités. Si le climat conjoncturel, avec la flambée des prix du pétrole, est défavorable aux actions et favorable aux obligations, la levée de certaines incertitudes macroéconomiques conduirait à un retour des investisseurs sur le marché boursier. D'autant plus que les entreprises européennes semblent être des valeurs sûres et rentables au regard de leur prix. Une reprise des fusions et acquisitions animerait les investisseurs d'un regain d'intérêt pour les actifs boursiers, ce qui aurait pour effet d'augmenter la valorisation boursière. L'accroissement de la capitalisation boursière des entreprises pourrait être le déclencheur d'une croissance vigoureuse de l'investissement. D'autant plus que les grosses entreprises pourraient, après avoir opéré des OPA et cherché à prendre des parts de marché par une guerre de prix, se livrer une guerre de capacités pour acquérir des positions dominantes sur certains marchés.