

# Endettement élevé des entreprises : une vulnérabilité pour la conjoncture

Lors d'une intervention à un colloque organisé par la Fed d'Atlanta, J. Powell a délivré son diagnostic sur un sujet sur lequel il était très attendu, à savoir l'endettement des entreprises américaines. Au final, le point de vue de la Fed rejoint notre propre analyse : l'endettement élevé des entreprises ne constitue pas un risque stricto sensu pour la stabilité financière, mais s'avère un risque d'amplification en cas de ralentissement conjoncturel.

1. Plusieurs métriques suggèrent que non seulement les entreprises américaines ont significativement augmenté leur endettement, mais aussi que cet endettement est plus risqué

D'abord, les ratios de dettes d'entreprise rapportées au PIB ou aux fonds propres sont historiquement élevés (graphique 1).

Ensuite, une fraction importante de dettes notées IG (Investment grade) est proche de la notation dite spéculative, un phénomène qualifié de « triple-B cliff » (la « falaise du BBB ») traduisant le risque qu'en cas de retournement cyclique, il y ait une vague de dégradations historiquement importante de la catégorie IG à celle spéculative, suivie de ventes forcées pour les portefeuilles qui ne sont pas autorisés à de telles notations.

Enfin, au sein des émissions de dettes risquées, le mix est encore plus critique. Ainsi, depuis 3 ans, les émissions ont quasi-exclusivement concerné les « Leverage Loans », à savoir le segment le plus risqué (graphique 2). Le stock total de 1,1 trillion de dollars de cette dette très risquée est détenue à plus de 60% par des véhicules de titrisations CLOs (Collateralized loan obligation, graphique 3) dont le financement est opaque puisque sur les 700 milliards, seuls 90 milliards sont détenus par des banques américaines, sans davantage de transparence sur les autres détenteurs. Surtout, près de 20% de l'encours des leveraged loans est détenu par des mutual funds, suggérant une problématique d'ALM puisque l'actif est illiquide mais ces fonds proposent une valorisation souvent quotidienne.

2. La Fed considère que l'endettement des entreprises ne constitue pas un risque pour la stabilité financière, mais elle admet qu'un ralentissement conjoncturel affaiblirait certainement les entreprises endettées

J. Powell évoque plusieurs arguments lui permettant de conclure que la situation actuelle des entreprises n'est en rien comparable à celle des ménages du milieu des années 2000 qui aboutira à la crise des subprimes. D'une part, la hausse de l'endettement des ménages avait été beaucoup plus dramatique avec une augmentation de plus de 30pts de PIB en 10 ans ; en comparaison, la dette des entreprises n'a augmenté que de 10 pts de PIB, et ne renoue que seulement maintenant avec le plus haut observé en 2009. D'autre part, la hausse du crédit aux ménages se nourrissait d'une bulle sur les prix de l'immobilier.

Au-delà de la comparaison avec la dette des ménages, J. Powell considère que la situation du système financier est fondamentalement plus robuste en termes de capitalisation et de liquidité, que ce soit pour les banques, les assureurs ou les broker-dealers, et la situation des entreprises est favorable en termes de profitabilité.

Cependant, J. Powell reconnaît aussi certains risques : la dette des entreprises est sur des niveaux records et les récentes émissions se sont concentrées sur les segments les plus risqués, si bien que certaines entreprises pourraient être confrontées à des difficultés de financement si la conjoncture se détériorait.

3. De notre point de vue, la vulnérabilité n'est pas financière mais macroéconomique : un endettement des entreprises élevé amplifiera le retournement cyclique

Pour notre part, nous reconnaissons que la situation actuelle n'est pas comparable à celle des années 2000, notamment en termes de vulnérabilité de l'intermédiation financière. Stricto sensu, l'endettement des entreprises ne constitue donc pas un risque pour la stabilité financière. Cependant, il convient aussi de ne pas être complaisant sur les risques macroéconomiques inhérents à l'endettement élevé des entreprises, et ce à plusieurs égards :

- évidemment, la hausse de l'endettement des entreprises est « normale » en période de croissance. Cependant, si on corrige de la tendance haussière, l'endettement des entreprises est sur un plus haut cyclique (graphique 4). En cas de retournement conjoncturel, un endettement élevé des entreprises est susceptible d'amplifier le ralentissement en augmentant le besoin d'ajustement (production, investissement, emploi).

- Dans un environnement de microstructure défaillante, l'écartement des primes de risque - singulièrement des spreads de crédit - est amplifié, ce qui accentue les impacts macroéconomiques via la diffusion et les effets-richesse.

- Incontestablement, la perspective de statu quo monétaire réduit les risques qui auraient pu se matérialiser si la Fed avait amené sa politique monétaire en zone de resserrement. Si la dette des entreprises est donc moins vulnérable à une hausse des taux d'intérêt, l'appréciation n'est cependant pas indépendante de la valorisation des actifs. Un endettement élevé est acceptable lorsque les actifs sont fortement valorisés, mais il le devient moins si le prix des actifs baisse.

Au final, ce diagnostic sur l'endettement des entreprises américaines illustre notre « mantra » : tant que la conjoncture va, tout va si la conjoncture ne va plus, rien ne va...