

## Menace américaine sur l'équilibre financier mondial

Olivier Passet

Département analyse et prévision

*Si la valeur de marché de l'actif financier des agents privés est évaluée à son juste prix, l'endettement américain n'a rien d'inquiétant. On peut même considérer, compte tenu de l'enrichissement des ménages et des entreprises, que les comportements d'emprunt ont été modérés au cours des années quatre-vingt-dix. Néanmoins, de nombreux indices conduisent à suspecter un risque de sensible surévaluation des actions et donc de la valeur des entreprises (de l'ordre probable de 25 %, mais qui peut conduire à une correction plus prononcée). Le mouvement d'appréciation des dernières années a eu pour principal ressort la désinflation et la décrue induite des taux d'intérêt, et non le « miracle » souvent évoqué de la rentabilité économique et financière. Celui-ci tarde pour le moins à se concrétiser dans les chiffres, ce qui n'exclut pas l'hypothèse que le marché intègre des changements structurels dont les effets sont différés. Il est cependant impossible de tirer argument d'une « nouvelle ère » américaine pour justifier que la Bourse produise durablement des rendements de l'ordre de 15 à 20 % sur les actions, comme par le passé, alors que la rentabilité financière des entreprises n'a jamais excédé 6 % au cours de ce cycle. Il est dès lors improbable que les investisseurs continuent à s'exposer sur ce type d'actif avec des ratios dividendes/cours à leur niveau actuel historiquement bas (entre 1,2 et 1,5 % au cours de 1998), c'est-à-dire sans exiger une majoration des primes de risque. « L'âge d'or » des fusions/acquisitions, qui avait pour principale incitation la sous-évaluation notoire de la valeur des entreprises à l'issue des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, devrait lui-même arriver à son terme.*

Les turbulences financières ont alimenté les doutes sur la qualité des moteurs de la croissance mondiale. La vigueur de la demande dans certaines zones du monde a-t-elle été stimulée par une augmentation de la richesse financière qui aurait peu de lien avec la rentabilité économique ? La surestimation de cette dernière a-t-elle nourri une suraccumulation de capital productif, c'est-à-dire une création de capacités qui serait incapable de produire la rentabilité attendue par les investisseurs financiers ? Une réponse affirmative à ces deux questions conduit à une vision pessimiste de l'équilibre mondial. Si la sphère productive est incapable de

produire le rendement attendu par les créanciers, si la valeur des actifs financiers surestime donc la valeur du capital réel<sup>1</sup>, la correction qui pourrait en résulter générerait une crise profonde. Une dépréciation de la richesse financière renverserait les effets de richesse qui dopent jusqu'ici la demande. Le syndrome japonais ne ferait que préfigurer un syndrome mondial.

Faut-il être sceptique sur la base réelle de la valorisation des actifs financiers? Avant l'été 1997, où les premières fissures sont apparues, le monde développé pouvait sembler s'enrichir de la découverte et de l'exploitation de gisements de rentabilité dans le monde émergent. Le transfert d'épargne vers l'Asie et l'Amérique latine provoquait une augmentation de richesse des pays créanciers. Le discours favorable à la mobilité des capitaux pouvait donc tirer argument du fait que l'équilibre était bénéfique à tous. Cette confiance dans le développement des nouveaux marchés et dans sa capacité à remorquer la croissance mondiale était inscrite dans toutes les projections à moyen et long terme. Mais cet optimisme mondial s'est aussi peu à peu enrichi d'un optimisme structurel concernant spécifiquement l'économie américaine.

La longueur et la vigueur du cycle de croissance entamé en 1992 aux Etats-Unis, la décrue du chômage et des déficits publics, ont conduit à évoquer un renouveau de la croissance potentielle aux Etats-Unis, sur la base de trois arguments non exclusifs l'un de l'autre :

— le plus fréquent consiste à évoquer une incorporation accrue de progrès technique, « révolution informationnelle », dont la forte densité des investissements informatiques et télématiques serait le vecteur. Le *New age* américain serait le produit d'une vague d'innovations tant dans les produits que dans les processus de production;

— la croissance américaine serait aussi le produit d'un changement de cap de la combinaison à moyen terme entre politique monétaire et budgétaire : cette réorientation s'est faite sous l'égide d'Alan Greenspan. Après une ère de monétarisme dur, ce dernier a inauguré une période de réglage monétaire fin et mesuré. Certains y voient l'expression d'un pacte implicite entre le Congrès et la Réserve fédérale, cette dernière modérant sa rigueur pour faciliter l'objectif de rééquilibrage des finances publiques ;

— le troisième argument relève de la qualité de l'insertion financière internationale des Etats-Unis. La captation des gains financiers décrits plus haut ne s'est pas effectuée sur un mode symétrique parmi les pays développés. Le drainage de l'épargne nationale et internationale, et sa gestion à travers des organismes spécialisés, a pu profiter davantage aux Etats-Unis. La pratique et la tradition financière de ce pays peuvent l'avoir placé dans une position plus favorable pour saisir les occasions de profit et gérer le risque qui leur est inhérent. Les fonds américains sont réputés réaliser des performances supérieures à ceux de leurs homolo-

1. Plus précisément la valeur actualisée des revenus futurs.

gues japonais ou européens. Cet élément pourrait expliquer la moindre incitation à épargner des ménages américains, étant donné le haut rendement du patrimoine déjà accumulé.

La lecture que l'on adopte concernant la situation américaine conditionne le jugement que l'on peut porter sur l'équilibre financier mondial :

— soit la croissance et la valeur des actifs américains sont bien en ligne avec les fondements structurels. Dans ce cas, les Etats-Unis peuvent être considérés comme la proue d'une vague d'innovation technologique et d'un *policy mix* plus accommodant, dont on peut espérer qu'ils se diffuseront à l'Europe. La profitabilité du capital ne serait pas menacée dans ce pays, et l'on peut alors penser que l'internationalisation du capital américain permettra aux pays émergents de continuer leur mouvement de rattrapage. Cette vision n'interdit pas de progresser vers la recherche d'une moindre instabilité financière. Mais les désordres récents doivent être interprétés comme témoignant d'une forte volatilité et non comme une amorce de correction durable du prix des actifs et de la rentabilité anticipée du capital;

— soit les créanciers américains surévaluent leur richesse. Le *New age* américain et les promesses des nouveaux marchés relèvent de la pure illusion. La croissance américaine et l'endettement qui l'accompagne seraient assis sur une mauvaise évaluation de la richesse. La dépréciation des valeurs émergentes ne ferait que préfigurer celle des titres privés américains.

## Les Etats-Unis se sont-ils trop endettés ?

L'idée que la croissance américaine au cours du dernier cycle aurait pour socle un comportement d'endettement excessif est aujourd'hui assez bien ancrée dans les esprits. La récente et forte montée à la fin du mois d'août de l'écart entre les taux à long terme des obligations privées et celui pratiqué sur les titres publics (graphique 1) a éveillé les soupçons sur la solidité financière des entreprises. La montée de cet écart et la dégradation de la notation de certains emprunteurs peut signifier une réévaluation par les prêteurs du risque associé au crédit.

La prise en considération de l'équilibre financier global des Etats-Unis conforte *a priori* ce point de vue. Les Etats-Unis ont connu une dégradation continue du solde de la balance des paiements au cours de ce cycle, ce qui signifie que le besoin de financement des agents résidents s'est accru sensiblement, après une phase de désendettement au tournant des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Quelques incertitudes entourent l'ampleur de cette dégradation, mais aucune évaluation ne témoigne d'un mouvement très prononcé. La mesure de l'endettement net des résidents américains peut en effet s'opérer par quatre méthodes

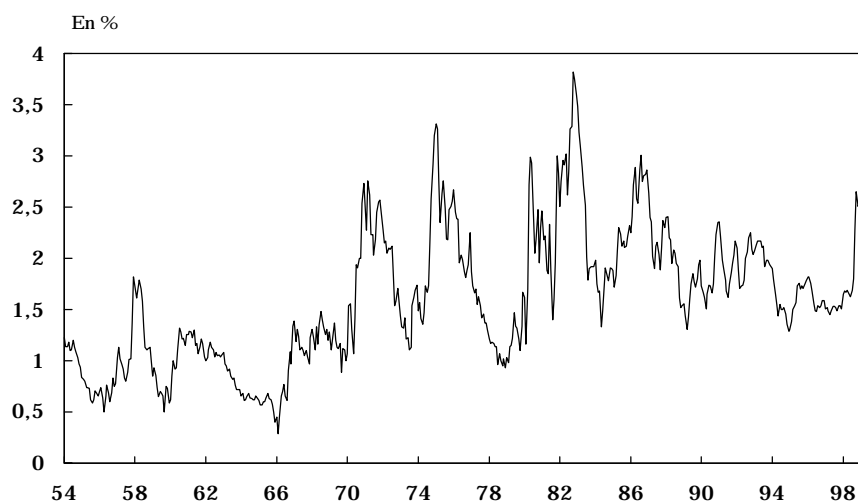
qui devraient donner des résultats similaires. Les écarts (graphique 2) permettent d'appréhender l'incertitude qui entoure l'évaluation des comportements d'endettement des agents :

— la balance des opérations courantes, mesure la plus commune, saisit le besoin de financement de la nation par le solde des flux de dépenses et de recettes entre les résidents américains et les non-résidents. Selon cette mesure, le besoin de financement total serait de l'ordre de 2,5 % du PIB au milieu de 1998, alors qu'il était inférieur à 1 % en 1992. Il n'a cependant pas atteint les niveaux de déficit du milieu des années quatre-vingt ;

— le flux net d'endettement extérieur est le solde de la balance des capitaux entre résidents et non résidents. La réconciliation entre le solde courant et le solde des flux de créance et de dette sur le reste du monde, est opérée grâce à une ligne d'erreurs et omissions qui peut créer à certains moments une incertitude de l'ordre d'un point sur l'ampleur du déficit. Selon cette mesure, le besoin de financement de la balance des paiements devrait être majoré de l'ordre de 0,7 point de PIB par an depuis 1992, et les flux nets d'endettement se rapprocheraient en fin de période des niveaux de 1985-1987 ;

— lorsque la mesure du déficit est opérée à partir des comptes d'agents, la dégradation du déficit financier total paraît de moindre ampleur. Le besoin de financement cumulé des administrations, des entreprises, et des ménages, perçu à partir des flux de dépenses et de recettes, est voisin de 1,5 % du PIB en fin de période, et se démarque nettement des points hauts de 1985-1987 ;

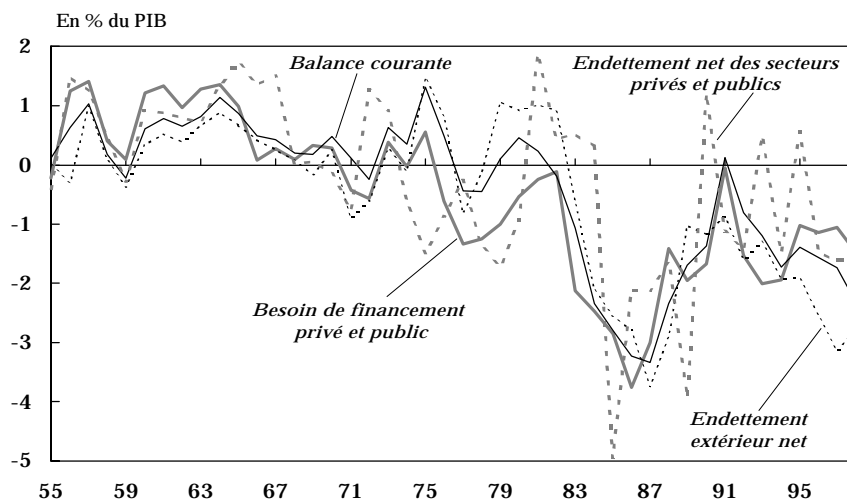
### 1. Ecart entre les taux des titres privés notés BAA et le taux à 10 ans des bons du Trésor



Sources : Board of Governors of the Federal Reserve — *Federal Reserve Bulletin*, septembre 1998; *Federal Financial Institutions Examination Council- Statistical Release*; <http://www.bog.frb.fed.us>.

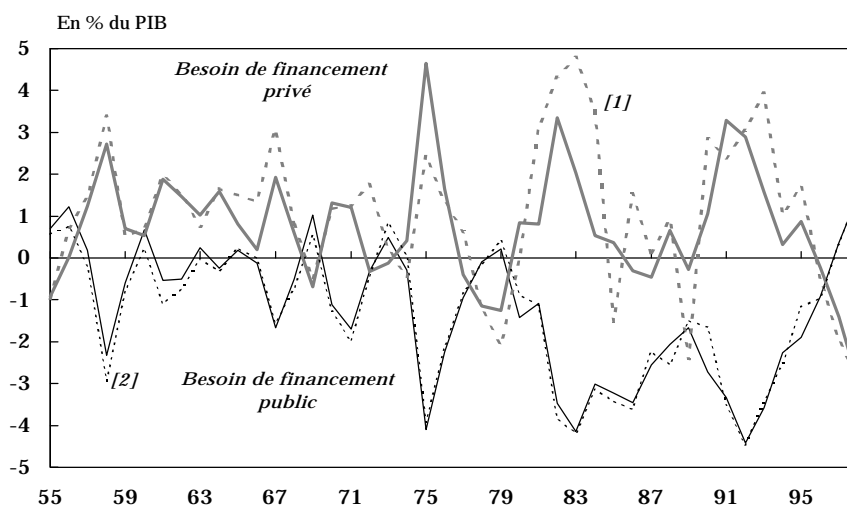
— le même constat peut être fait lorsque le solde est évalué à partir des opérations financières des agents résidents. L'écart (très volatil) avec le déficit courant minore cet dernier de l'ordre de 0,8 point de PIB par an depuis 1992.

### 2. Besoin de financement privé et public



Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

### 3. Différentes mesures du besoin de financement des résidents américains



[1] Le besoin de financement en pointillé résulte du solde des opérations financières. Le trait plein résulte du solde des revenus et des dépenses courantes et en capital

[2] Idem.

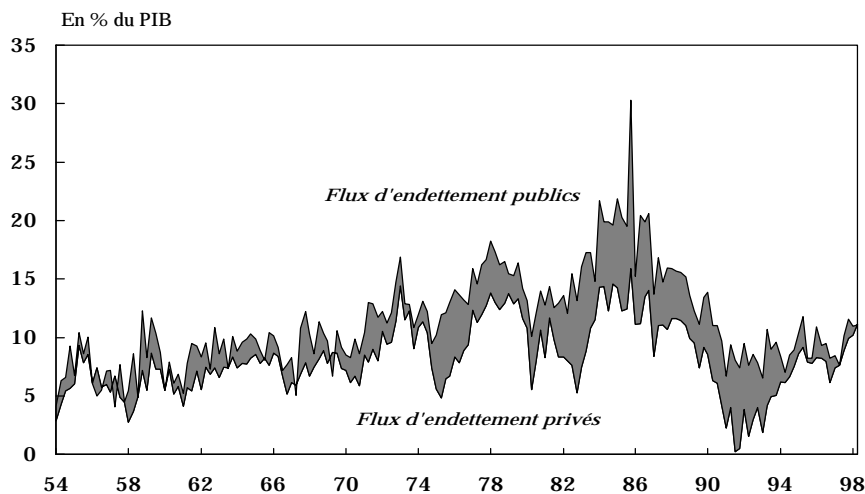
Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

Ce point comptable incite donc à envisager un risque de sous-évaluation de l'endettement net, à partir du moment où l'on relate le comportement récent d'emprunt et de placement des différents agents sur la base des comptes financiers. Si l'on admet que le besoin de financement américain au premier semestre de 1998 était bien, conformément à la balance des opérations courantes, de 2,3 % du PIB, et la capacité de financement des administrations de l'ordre de 1,5 % du PIB, le besoin de financement privé serait de 3,8 % du PIB. Or les comptes financiers minorent de 1 point cette évaluation.

En dépit de ces incertitudes, le rétablissement spectaculaire du solde financier du secteur public a, sans conteste, pour contrepartie une dégradation très marquée de la balance financière du secteur privé (graphique 3). Et c'est probablement de cette dégradation que résulte le discours alarmiste sur la santé financière de la sphère privée. Passé cependant ce premier constat, il est difficile de mettre en lumière un comportement d'emprunt excessif des agents privés au cours du dernier cycle. Ce dernier semble au contraire se nourrir, moins que les précédents, d'un recours prononcé à l'emprunt de la part des agents privés. La contribution à la croissance des flux bruts d'emprunt (graphique 4) demeure en deçà des points hauts atteints dans la seconde moitié des années quatre-vingt.

La décomposition du besoin de financement privé indique que c'est du côté des ménages que se concentrent les comportements atypiques. L'investissement des entreprises non financières demeure en large partie

#### 4. Flux d'endettement des secteurs nationaux non financiers aux Etats-Unis

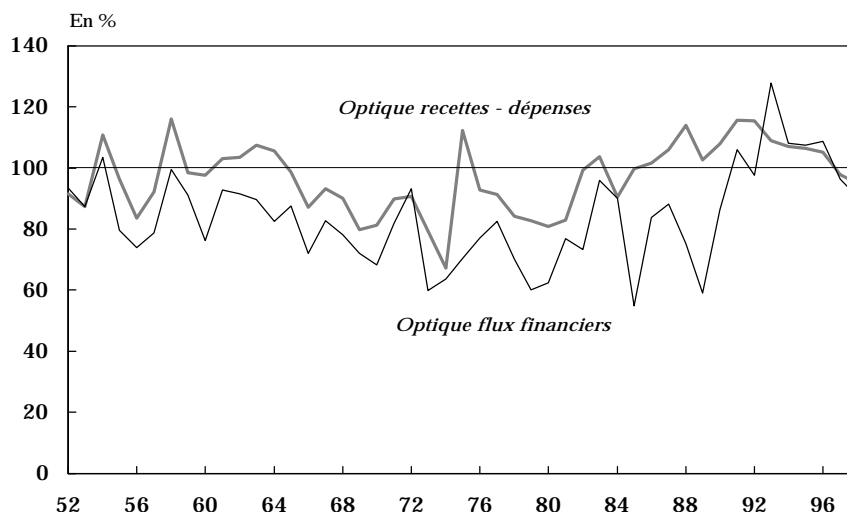


Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

autofinancé (graphique 5). Le thème d'une forte dégradation de la situation financière des entreprises ne constitue donc pas une évidence statistique, à moins de reporter entièrement sur ce secteur les erreurs et omissions comptables évoquées plus haut. Il ne peut en aucun cas s'appuyer, comme cela est souvent le cas, sur des chiffres bruts de flux d'endettement, parfois présentés en termes nominaux, en ignorant les placements financiers qui gonflent simultanément l'actif des entreprises. Pour être soutenu, il nécessite une analyse plus approfondie de la structure des bilans sur laquelle nous reviendrons plus loin.

C'est donc bien du côté du solde financier des ménages que se sont produites les évolutions les plus spectaculaires (graphique 6). Quelle que soit la mesure retenue, les ménages américains (hors entreprises individuelles) affichent pour la première fois depuis l'après-guerre un besoin de financement, et un taux d'épargne nette <sup>2</sup> négatif (à la mi-1998). La décrue de l'épargne financière est tendancielle depuis le début des années quatre-vingt. Mais le cycle de croissance entamé en 1992, a conduit ce ratio dans des zones qui défient les régularités de long terme.

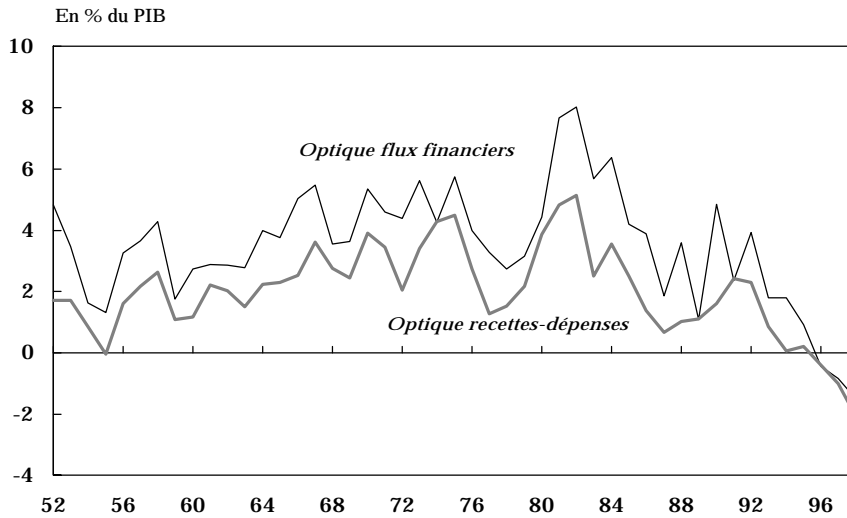
### 5. Taux d'autofinancement des entreprises non financières \*



\* Non compris les entreprises individuelles; en les incluant, les taux d'autofinancement (optique revenu et optique financière) voisinent 85 % au premier semestre de 1998  
Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

2. Le taux d'épargne des ménages américains est généralement affiché net des amortissements, ce qui le rapproche de la capacité de financement. Le taux d'épargne brut des ménages demeure positif. Pour une analyse approfondie voir l'article de Hélène Baudchon et Valérie Chauvin dans la même revue : « Les cigales épargnent-elles? Une comparaison des taux d'épargne français et américain ».

### 6. Capacité de financement des ménages



Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

On peut être tenté dès lors de rechercher des anomalies de comportement du côté des ménages. Les cycles d'épargne sont réputés correspondre généralement à ceux de l'endettement. La variance de ce dernier est en effet plus élevée que celle des placements. Un niveau anormalement bas de l'épargne financière pourrait être associé à un recours anormalement élevé à la consommation ou à l'achat de logements à crédit. Néanmoins, en ligne avec la modération des flux d'endettement nationaux, l'effondrement de l'épargne financière résulte essentiellement de la décreue des placements des ménages depuis 1992. Les cycles de crédit hypothécaire et de consommation sont encore assez éloignés début 1998 des pics atteints dans les années soixante-dix ou quatre-vingt (graphique 7).

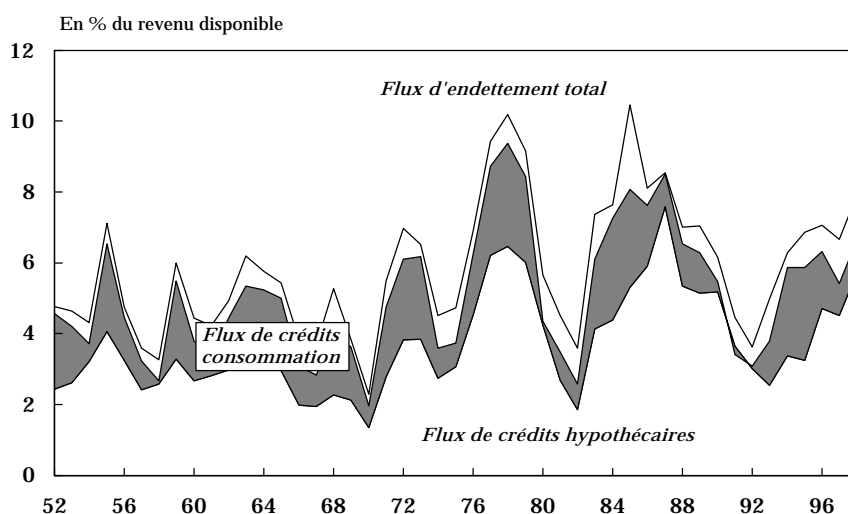
De façon plus générale, il est difficile de placer le comportement des ménages à la source d'une supposée exubérance financière. Ni le niveau ni la structure de leurs placements ne peuvent être suspectés d'avoir alimenté une bulle sur les marchés financiers (graphique 8) :

- les flux de placements ont globalement baissé. Parmi ces derniers, les placements consacrés à la retraite et à l'assurance sont remarquablement stables en proportion du revenu disponible, après leur montée en puissance jusqu'au milieu des années quatre-vingt.

- La baisse des placements financiers correspond en fait à deux phénomènes qui se succèdent dans le temps : un assèchement des flux sur les dépôts rémunérés (en particulier auprès des caisses d'épargne), dans la seconde moitié des années quatre-vingt et jusqu'en 1993, puis une revente massive des actions détenues directement.



## 7. Comportement d'endettement des ménages



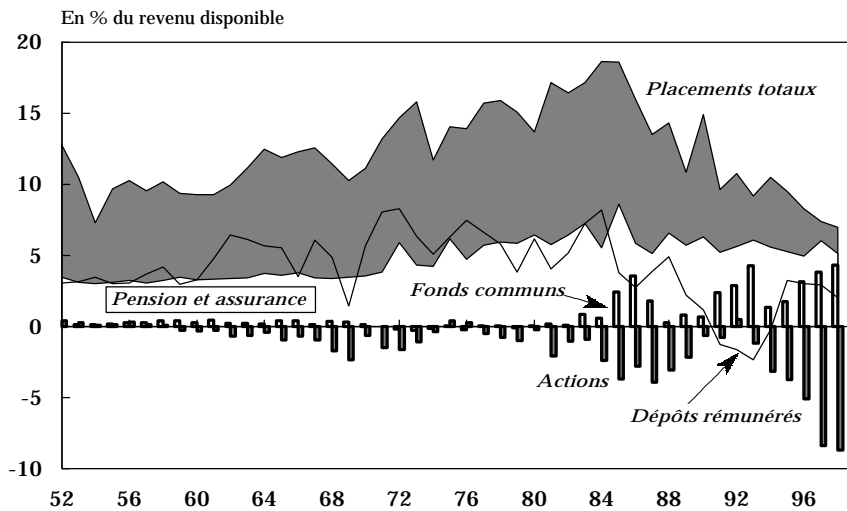
Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts ; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

— Ces deux retraits ne sont que partiellement compensés par l'acquisition de parts dans les organismes de placement collectifs, OPC (*mutual funds*). Ce secteur a connu une vive expansion, les faibles taux de rémunération des dépôts bancaires et la capacité accrue d'offrir des produits avec possibilité de tirage de chèques ayant d'abord stimulé les OPC monétaires dans la deuxième moitié des années quatre-vingt. La hausse du rendement des actions ayant ensuite favorisé les fonds spécialisés en actions.

Ces mouvements conduisent au total à une réorientation des flux de placements vers les institutionnels : assurances, fonds de pension, et surtout OPC.

La part élevée des institutionnels dans les placements des ménages conduit à s'interroger sur les arbitrages effectués par ces derniers, puisque le ménage qui investit, supporte tous les risques encourus en tant que créancier de dernier rang. La répartition des placements des ménages peut être reconstituée sur la base de l'acquisition directe et indirecte de titres. Concernant les actions, par exemple, les ménages détenaient directement 5 448,9 milliards de dollars d'actions à la fin de 1997, soit 20,2 % de leur actif financier. Les investisseurs institutionnels géraient pour le compte des particuliers 3 455,3 milliards de dollars d'actions (12,8 % de la richesse financière des ménages). Cette seconde composante est considérée comme une détention indirecte. Au total le patrimoine des ménages est exposé pour un tiers au risque sur les

### 8. Flux de placement des ménages



Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

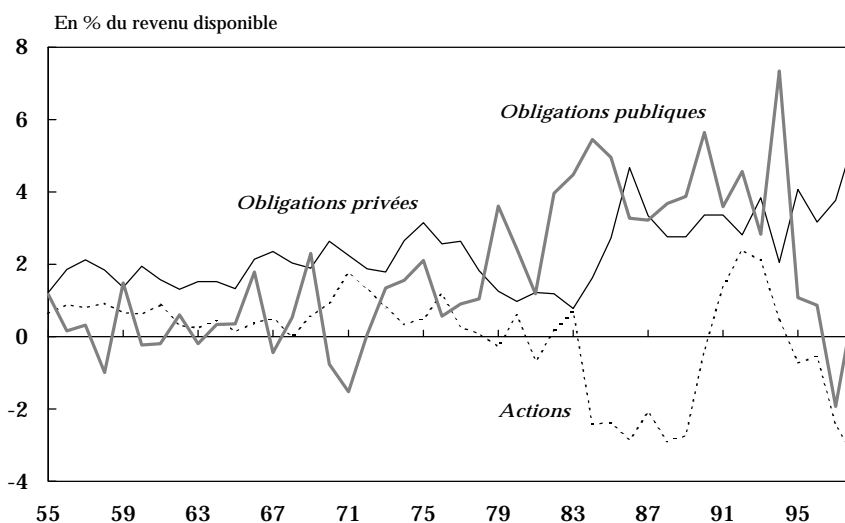
actions. L'acquisition indirecte est donc reconstituée sur la base des arbitrages financiers des intermédiaires institutionnels gestionnaires de l'épargne des ménages.

La répartition des flux bruts de placements directs et indirects des ménages (graphique 9), après le filtrage des institutionnels, montre que la transformation opérée par ces derniers conduit à un drainage soutenu de fonds vers les obligations privées ou étrangères, depuis le milieu de la décennie quatre-vingt. Mais cet investissement s'est fixé à majorité sur des obligations de sociétés financières, et non sur celles des entreprises non financières. Ces dernières ne représentent plus, en moyenne, que le quart des achats de titres de 1992 à 1998, au lieu de plus de la moitié de 1985 à 1991. En revanche, les ménages se détournent directement ou indirectement de la détention de titres publics et d'actions de sociétés.

Globalement on assiste donc à une liquidation nette d'actions, en même temps que ces dernières se valorisent, c'est-à-dire que les plus-values réalisables augmentent; les flux qui se fixent sur les titres publics s'assèchent, en même temps que le secteur des administrations retrouve un équilibre financier. Il est ainsi difficile de justifier la dérive du prix des actifs aux Etats-Unis par un effet de demande qui serait inhérent au développement des investisseurs institutionnels.

Le comportement de placement des ménages et des institutionnels qui en gèrent une partie (environ le tiers du patrimoine financier au début de 1998) semble donc résulter des rendements constatés et espérés des actifs financiers, et non l'inverse. La décrue du taux d'épargne

## 9. Acquisition directe et indirecte de titres par le secteur des ménages

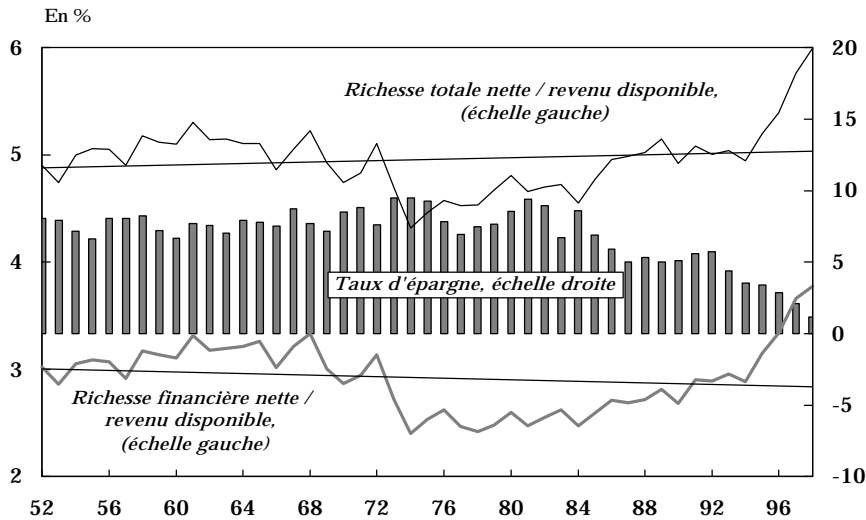


Source : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts.

peut même être jugée modérée au regard de l'augmentation de la richesse financière dont ont bénéficié les ménages. En dépit de la hausse de leur endettement et de la baisse simultanée des flux nouveaux de placement, la richesse nette des ménages a augmenté bien plus fortement que leurs revenus (graphique 10). Si l'on suppose que les ménages souhaitent maintenir un rapport à peu près constant entre le patrimoine financier et le revenu, environ de 3 empiriquement, (ou entre le patrimoine total et le revenu, en y intégrant le logement résidentiel, rapport de l'ordre de 5), il existe alors des marges supplémentaires d'endettement ou de liquidation d'actif. Ces ratios sont respectivement de 3,8 et de 6 au début de 1998. A moins d'invoquer des raisons structurelles de déformation de ce ratio, il est difficile en l'état de l'évaluation des actifs, de faire un diagnostic de surendettement net des ménages.

La question fondamentale qui se pose donc à la fin de 1998 est de savoir dans quelle mesure pèse un risque de forte dépréciation sur la valeur des actifs. Un retour de ces ratios sur leur niveau de longue période supposerait une dépréciation de l'ordre de 20 % de la richesse financière nette, et de près de 50 % de la capitalisation en actions détenues directement ou indirectement par les ménages. La question du risque de surévaluation des actifs américains est essentielle pour apprécier non seulement les risques conjoncturels internes, concernant notamment la consommation et le retournement potentiel des effets de richesse, mais aussi pour appréhender les conséquences induites sur l'équilibre financier mondial, au sein duquel les créanciers américains sont un acteur de premier poids. Cette question transite nécessairement par une analyse du bilan des entreprises non financières.

### 10. Richesse des ménages et taux d'épargne

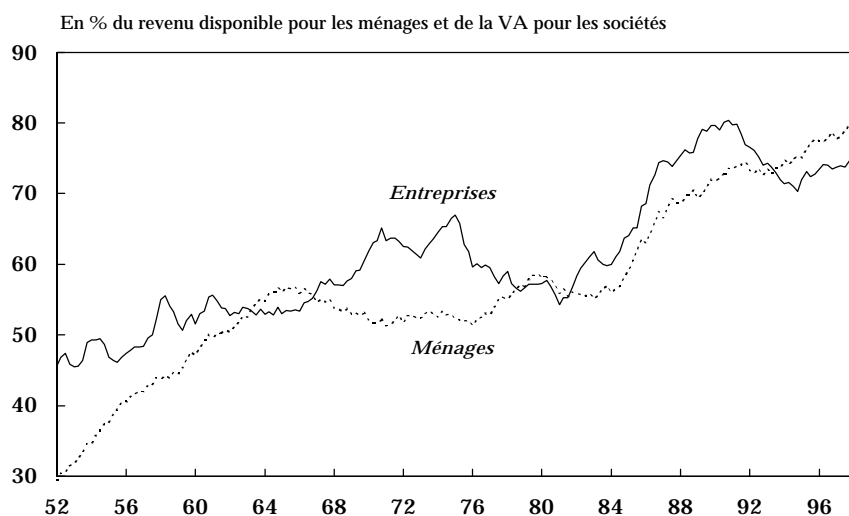


Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

## Les indices et les risques d'une surévaluation des actifs américains

Les comportements d'emprunt des agents privés américains, si l'on juge par les flux, ne semblent pas excessifs au cours du dernier cycle, surtout si l'on songe à l'incitation que pouvait constituer la forte appréciation de leur richesse. Ils ramènent néanmoins les ratios d'endettement bruts (en niveau) en proportion de leurs revenus (valeur ajoutée pour les entreprises, revenu disponible pour les ménages) à des niveaux voisins (ou supérieurs pour les ménages) de ceux qui avaient justifié le désendettement du tournant des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix (graphique 11). Ce constat est sans conséquence, en soi, si l'on pense que l'actif financier sur lequel cet endettement est adossé est aujourd'hui à sa juste valeur. En effet, aussi bien pour les entreprises que pour les ménages, la position financière nette (actif - dette) s'est fortement améliorée par rapport au cycle antérieur. Mais l'on sait aussi, et le cas japonais est là pour le rappeler, que la contrainte d'endettement peut changer complètement en cas de brutale révision du prix des actifs par le marché. Face à un enrichissement qui s'est constitué essentiellement par le truchement de la valorisation des actions, titres dont la volatilité est forte, la qualité de l'équilibre financier américain doit être appréciée au regard du risque d'une surévaluation des cours boursiers. A défaut d'éléments mesurables sur les profits nets futurs et leur coefficient d'actua-

### 11. Taux d'endettement brut des ménages et des entreprises non financières



Note : l'endettement auquel il est fait référence ici ne couvre que les instruments de marché (credit market instruments). Pour les entreprises, titres à court et long terme (hors actions), prêts bancaires; l'investissement direct étranger, les créances commerciales, les retards de paiement etc. sont exclus. Pour les ménages l'endettement cumule les crédits hypothécaires et à la consommation.

Sources : Federal Reserve — *Flow of Funds Accounts*; U.S. Department of Commerce — *Survey of Current Business*.

lisation, cette évaluation peut être menée par référence au principal actif de substitution, les obligations. Peut-on détecter un défaut d'arbitrage entre ces deux catégories de titres? Les cours boursiers, qui sont censés être représentatifs de la valeur des entreprises, doivent être également rapprochés de la rentabilité des entreprises.

### Evaluation du cours des actions du point de vue de l'arbitrage actions/obligations

La valeur des actions peut être évaluée au regard de celle des obligations, en supposant que les investisseurs arbitrent de telle sorte que le rendement réel des actions soit égal à celui des obligations, à une prime de risque près.

On peut presque tout lire concernant l'appréciation du rendement des actions et des primes de risque associées. Les cours boursiers ont triplé aux Etats-Unis depuis le début de la reprise, si l'on date son commencement au premier trimestre de 1992 (période à partir de laquelle le PIB évolue plus vite que le potentiel). Le rendement réel des actions s'évalue comme la somme des dividendes et des plus-values réelles rapportée aux cours. Selon cette définition, le rendement des actions a été très

élevé, de l'ordre de 16 % en moyenne sur l'ensemble de la dernière reprise. En comparaison, le rendement réel des bons du Trésor à 10 ans était proche de 4 %. La prime de rendement réalisée (*ex post*) en faveur des actions a donc voisiné 12 %. Sur la longue période 1947-1996, Cochrane (1997) évalue entre 9 et 9,5 % le rendement moyen des actions, et à 1,8 % celui des obligations d'Etat à 10 ans (tableau 1). Mais pour les premiers titres, l'écart-type correspondant était de l'ordre de 17 % alors qu'il était de 11 % pour les seconds<sup>3</sup>. La prime de 7 à 7,5 % sur la période d'après-guerre entre actions et obligations trouverait essentiellement son origine dans cet écart de volatilité.

### 1. Rendement annuel réel des actions et des obligations, 1947-1996

	NYSE*	S & P**	Bons du Trésor à 10 ans	Obligations privées	Bons du Trésor à 3 mois
Rendement moyen	9,1	9,5	1,8	2,1	0,8
Ecart-type	16,7	16,8	11,1	10,7	2,6

\*NYSE : New York Stock Exchange, indice pondéré

\*\*S & P : Standard and Poors 500

Source : Cochrane J.H., 1997, *NBER, Working Paper n° 6 207*.

On pourrait s'attendre à ce que l'avantage croissant de rendement sur les actions au cours du dernier cycle ait pour contrepartie un accroissement de la volatilité. Or ce n'est pas ce que l'on constate. De 1985 à la mi-1998, l'écart-type du rendement annuel moyen des actions a été de l'ordre de 12 % (et de 11 % de 1992 à la mi-1998).

Ces quelques constats ont alimenté des interrogations sur l'exigence croissante des détenteurs de capitaux en matière de rendement. Ils inciteraient les entreprises à des performances de profit toujours plus élevées pour assouvir leur appétit. Ce phénomène est parfois relié à la montée des investisseurs institutionnels en tant que gestionnaires des actifs, et à leur influence croissante dans le « gouvernement » des entreprises. Cette hypothèse est incontestablement séduisante et incite à s'inquiéter sur la capacité du système à reproduire à long terme des rendements aussi élevés. On voit mal, en effet, les entreprises américaines maintenir les rendements boursiers récents (15 à 20 %), avec un potentiel de croissance compris entre 2 et 3 % à long terme ou des profits qui représentent aujourd'hui moins de 4 % de la capitalisation boursière<sup>4</sup>, sans pénaliser l'emploi et les salaires, c'est-à-dire sans risque de récession grave à terme.

3. Nous retrouvons des résultats très similaires sur une période un peu plus courte 1960-1997.

4. A moins que les cours ne soient encore nettement sous-évalués actuellement.

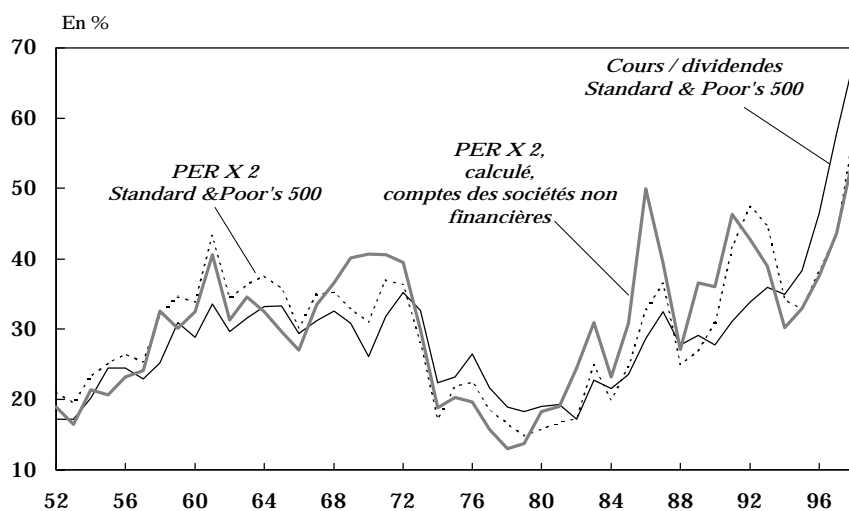
Avant d'aborder ce point, il faut cependant tenter de réconcilier cette version avec un autre argumentaire concernant la période récente, et qui nous renvoie à des constats en apparence totalement contradictoires avec les précédents. Du premier discours, il semblerait que les primes de risque et les rendements exigés sur les actions n'aient jamais été aussi élevés, voire abusifs. Il est pourtant fréquent de lire, à propos des mêmes phénomènes, que les primes de risque ont atteint des niveaux extrêmement faibles, et que le rendement exigé par les actionnaires est aujourd'hui historiquement bas. Preuve en sont les mesures d'évaluation traditionnelles, les PER, *Price earning ratio*, c'est-à-dire le rapport entre cours et bénéfice et plus encore le rapport dividendes/cours. De ce point de vue, les investisseurs semblent prêts à acquérir un titre à un prix plus élevé que par le passé pour le revenu qu'il produit (dividendes ou profits, sur lesquels les premiers sont adossés). Les fortes plus-values des années récentes seraient alors le fruit de cette baisse d'exigence. Prolongeant ce constat, certains voient, dans la forte montée des cours, l'influence correctrice de la montée des investisseurs institutionnels sur un défaut d'alignement passé du prix des actifs. Ceux-ci seraient mieux à même que les autres investisseurs de détecter une prime de risque avantageuse et d'en profiter. En profiter suppose que cet avantage est voué à diminuer, et ce, d'autant plus que la taille permet une mutualisation de ces risques. Cette version plaide donc en faveur d'un effet correcteur, favorable aux entreprises puisque le coût du capital diminuerait.

Elle n'empêche pas de mettre en évidence une tendance à la surévaluation des actions en fin de période, au regard du PER en particulier (graphique 12). Ce ratio a retrouvé au fil des années quatre-vingt un niveau plus conforme à ceux des années faiblement inflationnistes. La montée des actions pouvait s'expliquer alors par la sous-évaluation qui avait prévalu au cours des années soixante-dix. Le retour de crédibilité de la politique monétaire, en réduisant le niveau d'inflation anticipé, est supposé diminuer la volatilité des profits. Les investisseurs sont dès lors prêts à s'accommoder de PER plus élevés. Les niveaux atteints plus récemment témoignent cependant d'une certaine dérive. Mais si les ratios d'évaluation tendent empiriquement à revenir sur leur moyenne historique, ils le font à un rythme variable. La correction brutale n'est pas de règle. Si l'on voulait aujourd'hui aligner le PER sur le niveau moyen qui prévaut depuis le milieu des années quatre-vingt, une baisse de 25 % du cours des actions serait nécessaire<sup>5</sup>, à profits inchangés (par rapport aux points hauts de la fin novembre 1998). Si le contexte est récessif, et que les profits ne progressent pas en termes nominaux au cours des années à venir, un *Dow Jones* aux alentours de 6 500/7 000 paraît un niveau plus compatible avec les régularités de long terme que les 9 300 franchis fin novembre.

---

5. Si l'on se réfère au niveau moyen des années soixante, l'ajustement serait voisin de 33 %.

## 12. Capitalisation boursière des sociétés non financières rapportée à leurs profits et leurs dividendes



Notes : — PER (Price Earning Ratio) = Capitalisation boursière/profits; une dérive à la hausse de cet indicateur signifie que les cours évoluent plus vite que les profits et ne sont donc pas en ligne avec les dividendes espérés. Selon l'indicateur composite de *Standard and Poor's*, le ratio cours/bénéfice américain excédait en milieu d'année 1998 ses précédents maxima historiques. Le ratio calculé ici, par le rapport des profits (*Profits after tax without inventory valuation and capital consumption adjustments*) sur la capitalisation boursière des sociétés non financières est très voisin de l'indice *Standard and Poor's* auquel il est fait communément référence.

— Pour des raisons d'échelle le PER a été multiplié par 2

Sources : *Federal Reserve — Flow of Funds Accounts*; *U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business*.

La contradiction de jugement soulignée plus haut n'est qu'apparente et se fonde sur deux concepts différents des rendements et, ce faisant, des primes de risque. Dans la première version il est question du rendement que l'on peut qualifier de « réalisé » ou « *ex post* », évalué par le ratio (dividendes + plus-values réelles) / cours. La prime de rendement sur les actions qui résulte de l'écart de ce ratio avec le taux d'intérêt réel sur les obligations d'Etat ne peut être assimilée à une prime de risque. Cela reviendrait à considérer toute plus-value inattendue comme une majoration de la prime de risque. En fait, ce que l'on obtient par différence avec le taux d'intérêt réel est la récompense du risque, et non la prime de risque exigée *a priori* (*ex ante*). Dans le second argumentaire, il n'est plus question que d'une conception étroite du rendement, calculé par le ratio dividendes/cours. L'écart de ce dernier avec le taux d'intérêt réel sous-estime la prime de risque car l'investisseur, en plus des dividendes, attend une plus-value. Cette seconde optique restreint donc arbitrairement la mesure de la rentabilité. Pour appréhender d'une façon acceptable la mesure de l'attitude face au risque, il paraît souhaitable de se référer au concept de *rendement attendu* des actions, au prix d'hypothèses sur les anticipations. La prime de risque exigée (ou *ex ante*) se cal-



cule alors sur la base des dividendes et des plus-values probables. Elle se déduit du rendement minimum à partir duquel un investisseur est prêt à s'engager sur les actions :

$$\text{Rendement attendu} = [\text{dividendes/cours}] + \text{plus-values réelles anticipées}$$

La prime de risque sur les actions se déduit du surcroît de rendement des actions sur celui des obligations :

$$\text{Prime de risque} = [\text{dividendes/cours}] + \text{plus-values réelles anticipées} - \text{taux d'intérêt réel}$$

Si l'on considère la croissance potentielle comme une valeur approchée de la croissance attendue des dividendes réels, et donc des plus-values, en supposant que le partage de la valeur ajoutée soit stable à long terme, il est alors possible de porter une appréciation sur l'attitude des investisseurs à l'égard des risques encourus.

Le calcul effectué ici montre, conformément aux constats du GIPE (1993), une forte baisse des primes de risque sur les actions depuis le tournant des années soixante-dix/quatre-vingt. Ce mouvement se prolonge semble-t-il au cours des dernières années (graphique 13). Il est particulièrement affirmé si l'on retient le déflateur du PIB (indicateur large de prix qui incorpore en particulier la baisse des prix des biens d'équipement), pour évaluer le rendement réel des obligations d'état. Que l'on utilise une inflation instantanée, qui suppose une totale myopie dans la formation des anticipations d'inflation, ou un lissage sur cinq ans qui privilégie une hypothèse d'anticipation adaptative sur la base de l'inflation moyenne sur la durée d'un cycle, le niveau atteint au milieu de 1998 ressort historiquement bas. Les études sur la baisse des primes de risque sur les actions évoquent plusieurs éléments dont le plus convainquant serait le fait que les marchés sont partiellement sujets à l'illusion monétaire dans leur arbitrage entre actions et obligations (GIPE, 1993). Les marchés, au lieu de comparer les taux de rendement réels anticipés sur les actions avec les taux réels anticipés sur les obligations, compareraient les premiers au taux de rendement nominal des obligations. Le graphique 13 montre que le lien entre le rendement attendu des actions et le rendement nominal des obligations est globalement plus stable depuis la fin des années soixante, sans que l'on puisse en tirer un principe d'indexation mécanique entre les deux rendements. Néanmoins, même en admettant l'influence d'une illusion monétaire, la baisse tendancielle de la prime « subjective » de risque exigée, demeure.

Cette indexation nominale semble primer au cours des dernières années. Si l'on se réfère au dernier cycle, le rapport dividendes/cours, a diminué de 1,7 point entre le dernier trimestre de 1991 et le second trimestre de 1998 (passant de 3,1 à 1,4 %). Les taux longs nominaux ont diminué du même montant. Les taux longs réels ont, pour leur part, probablement légèrement augmenté. Cette baisse du ratio dividendes/cours aurait induit, à profit inchangé, une hausse de 121 % du cours des

actions <sup>6</sup>. Les profits ont, pour leur part, progressé de 140 % entre ces deux dates. Les effets cumulés de ces deux éléments laissent place non seulement au triplement constaté du cours des actions durant cette période, mais également à une baisse de la part des profits distribués par rapport à l'ensemble des bénéficiaires. Mais il convient de souligner que la baisse du ratio dividende/cours relève d'un ajustement imparfait. Le fait que le rendement des actions soit comparé aux taux nominaux introduit un biais dans l'arbitrage entre actions et obligations et conduit mécaniquement en période de désinflation à la dérive de la prime de risque entre les deux supports.

### 13. Evaluation de la différence de rendement entre actions et obligations



[1] (Dividendes/Cours *Standard & Poor's* + croissance potentielle US) - (taux des bons du Trésor à 10 ans - taux de croissance des prix du PIB lissé sur 5 ans)

[2] (Dividendes/Cours *Standard & Poor's* + croissance potentielle US) - (taux des bons du Trésor à 10 ans - croissance courante des prix du PIB en glissement)

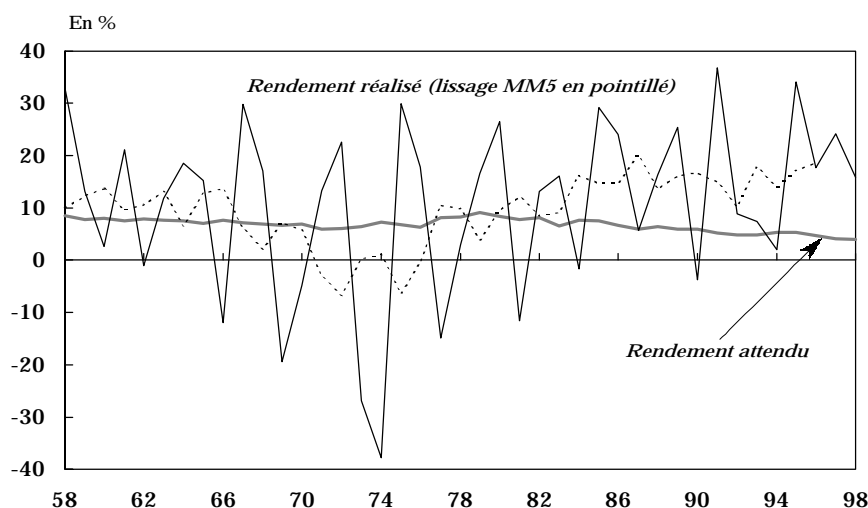
[3] (Dividendes/Cours *Standard & Poor's* + croissance potentielle US) - (taux nominal des bons du Trésor à 10 ans)

Sources : *Federal Reserve — Flow of Funds Accounts*; *U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business*.

Tant que l'on est au cœur d'une période de dérive des taux nominaux, la réduction de la prime de risque est auto-validante et risque de ce fait d'alimenter une bulle sur les actions. Il suffit pour cela de comparer le rendement réel des actions calculé sur la base des plus-values constatées, à celui espéré au regard du potentiel de croissance (graphique 14). La dérive du ratio dividendes/cours induit des plus-values (*ex post*) qui justifient en apparence la baisse ou la disparition d'une prime de risque (*ex ante*). Le rendement réalisé est pratiquement en permanence supé-

6.  $1,4/100 = 3,1 / 221$ . Fin 1991 la ration dividendes/cours était égal à 3,1 %. Un rendement de 1,4 % est obtenu pour un profit de 3,1 avec une valeur de 221 des actions, soit une hausse de 121 % des cours.

## 14. Différence entre le rendement espéré et le rendement réalisé



Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

rieur au rendement attendu depuis le milieu des années quatre-vingt (aux exceptions près de 1990 et 1994). Mais il convient à ce stade de souligner trois risques majeurs :

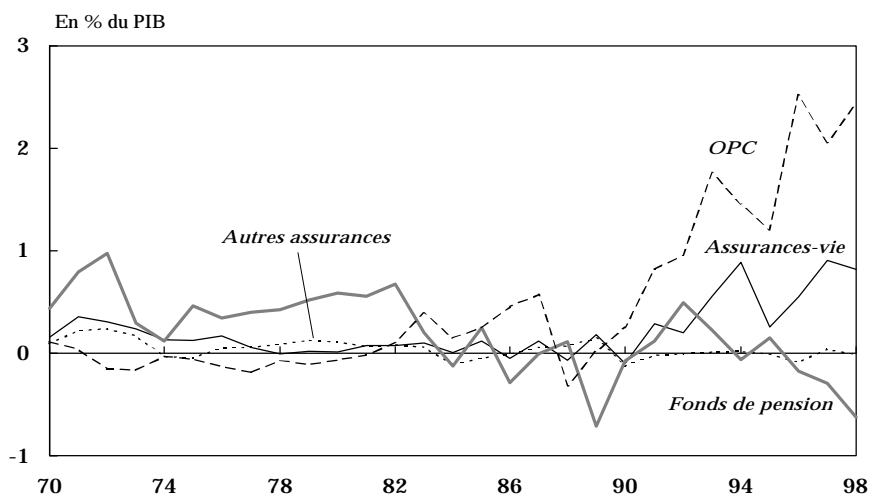
— le premier est un risque de volatilité très fort associé à la faiblesse du ratio dividendes/cours D/C. Lorsque, comme encore au début des années quatre-vingt-dix, ce ratio était voisin de 3,5 %, une baisse d'un demi-point des taux d'intérêt et de D/C entraînait, toutes choses égales par ailleurs, une valorisation de 16,5 % des actions. Au niveau atteint aujourd'hui, proche de 1,5 %, une même baisse des taux d'intérêt est susceptible de produire une plus-value de 50 %. Ce mécanisme fonctionne bien sûr en sens inverse. La Bourse devient dès lors hyper-sensible à une petite variation des taux. *A contrario*, l'efficacité de la politique monétaire pour influencer le marché, si la baisse des taux courts se propage aux taux longs, est aussi par là même renforcée ;

— deuxièmement, lorsque la phase de décrue des taux touche à son terme, les investisseurs ont épuisé le principal ressort qui nourrissait les plus-values systématiques. Ils se retrouvent avec une prime de risque, comparée aux obligations, proche de zéro, voire négative, et sans espoir de dégager des plus-values excédant la croissance réelle. Il est peu probable alors qu'ils se contentent du ratio dividende/cours issu de la période de décrue des taux. Imaginons que nous en soyons là, avec un ratio D/C de 1,5 %, un potentiel de croissance de 2,5 % et des taux longs réels à 4 %. Le simple fait d'exiger une prime de risque de 1 % (extrêmement faible et improbable au regard du passé), c'est-à-dire un ratio D/C de 2,5 %, conduirait à une dévalorisation de 40 % des actions. Compte tenu du risque de volatilité souligné précédemment, il est clair

que le *statu quo* sur les primes de risque actuelles est improbable et que les probabilités d'un ajustement violent sont fortes <sup>7</sup>.

— Troisièmement, la faiblesse des ratios D/C peut décourager la détention de long terme des actions. La plus-value n'est pleinement incorporée dans le calcul de rendement que si l'action est détenue à des fins de revente rapide. Pour des fonds qui détiennent de façon stable des actions, ce qui est souvent le cas des fonds de pension privés, la réalité du rendement réside avant tout dans le dividende que rapporte l'action, la plus-value étant virtuelle et susceptible de révision. L'incitation à acquérir des actions est donc faible au niveau actuel des cours. La primauté de la plus-value dans le rendement au détriment de D/C incite aux transactions spéculatives. La différence de comportement des investisseurs institutionnels semble bien en témoigner (graphique 15). Les fonds de pension tendent à se dégager des actions durant la seconde moitié de la décennie quatre-vingt, puis à nouveau après 1993. L'essentiel de l'acquisition des actions s'est fait par le truchement des OPC (50 % étant spécialisés en actions), dont la vocation est beaucoup plus spéculative. La capitalisation que détiennent ces derniers excède ainsi de 16 % celle des fonds de pension au second trimestre de 1998, alors qu'elle leur était inférieure de 50 % fin 1991. Or le passif des OPC est beaucoup moins stable que celle des fonds de pension. L'analyse des placements des ménages a montré plus haut que la part de revenu qui était consa-

### 15. Achat d'actions selon les investisseurs institutionnels



Source : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts.

7. La marge de manoeuvre pour augmenter D/C par une hausse de la part profits distribués est incertaine. Si l'on se fie aux ratios PER et D/C calculés par Standard and Poor's, la part des profits distribués a nettement décliné dans la période récente, ce qui laisse place à une majoration de D/C à profit inchangé. Si en revanche on se réfère aux comptes des entreprises non financières selon la comptabilité nationale (NIPA), cette part a globalement crû au fil des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix.

créée à ces derniers était très stable, pour des raisons essentiellement institutionnelles. Tel n'est pas le cas des ressources que les ménages orientent vers les OPC. L'affaiblissement de la primauté des fonds de pension remet dès lors en cause un des éléments stabilisateurs de la Bourse.

## Valorisation des actions au regard de la rentabilité de l'entreprise

La question de la bonne adéquation du prix des actions a été considérée jusqu'ici par référence au rendement des obligations publiques en tant qu'actif financier de substitution. Les techniques financières et les modèles d'équilibre proposent également d'autres références pour juger de cette adéquation. On attend en général des marchés qu'ils valorisent l'entreprise de telle sorte que son évaluation ne soit pas déconnectée de la valeur des fonds propres (voir encadré 1), ou, ce qui est équivalent, que la rentabilité des actions soit en ligne avec la rentabilité économique et la rentabilité financière.

### 1. Valeur d'équilibre de l'entreprise, $Q$ de Tobin et effet de levier

Soit  $K$ , la valeur du capital physique d'une entreprise à son coût de remplacement,

$D$ , la dette financière nette de l'entreprise,

$p$ , son profit après impôt et versement des intérêts nets,

$FF$ , la valeur des intérêts nets versés sur la dette financière,

$i$ , le taux d'intérêt réel

$Cap$ , sa capitalisation boursière,

$FP$ , la valeur de ses fonds propres,

et  $VE$  la valeur de marché de l'entreprise.

Par définition de  $FP$  et de  $VE$  :

$$(1) K = FP + D$$

$$(2) VE = Cap + D$$

A long terme, la valeur de marché de l'entreprise tend à s'égaliser à la valeur du capital physique à son coût de remplacement :

$$(3) K = VE, \text{ ou encore } FP = Cap,$$

On retrouve ici la valeur unitaire du  $Q$  de Tobin, défini comme le rapport entre la valeur de l'entreprise et la valeur de son capital évalué à son coût de remplacement :

(4)  $Q_{Tobin} = VE/K$  ; une valeur du  $Q$  de Tobin supérieure à l'unité témoigne soit d'une surévaluation par le marché de la valeur de l'entreprise, soit d'anticipations de rentabilité financière supérieures à la rentabilité présente. Dans ce cas, il est profitable d'acquérir du capital fixe

supplémentaire. Les rendements tendent alors à s'égaliser :

$$p/FP = p/Cap \text{ ou } (p + FF)/K = (p + FF)/VE$$

On a par ailleurs comptablement :

$$p/FP = (p + FF)/K + [(p + FF)/K - FF/D]*D/FP ;$$

en posant  $p/FP = RFP$ , rentabilité des fonds propres ou financière ;

$(p + FF)/K = RE$ , rentabilité économique

$$RFP = RE + (RE - i)*D/FP$$

Plus la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt réel, et plus la firme a intérêt à accroître son endettement pour augmenter la rentabilité de ses fonds propres (rentabilité financière). Ce mécanisme est désigné comme « l'effet de levier ».

La comptabilité financière américaine propose dans les *Flow of Funds*, un état de la situation patrimoniale physique et financière des entreprises non agricoles et non financières, cohérente avec les comptes de flux financiers, et que l'on peut articuler aux comptes de production, de revenu et de capital du NIPA<sup>8</sup>. Ce bilan propose une évaluation du capital physique des entreprises à son coût de remplacement net de l'amortissement, et de la capitalisation boursière au prix du marché. Les différentes grandeurs définies dans l'encadré précédent peuvent dès lors être estimées, en tenant compte des incertitudes qui entourent l'évaluation des stocks (physiques en particulier), et qui doivent conduire à une grande prudence dans l'interprétation des résultats en niveau.

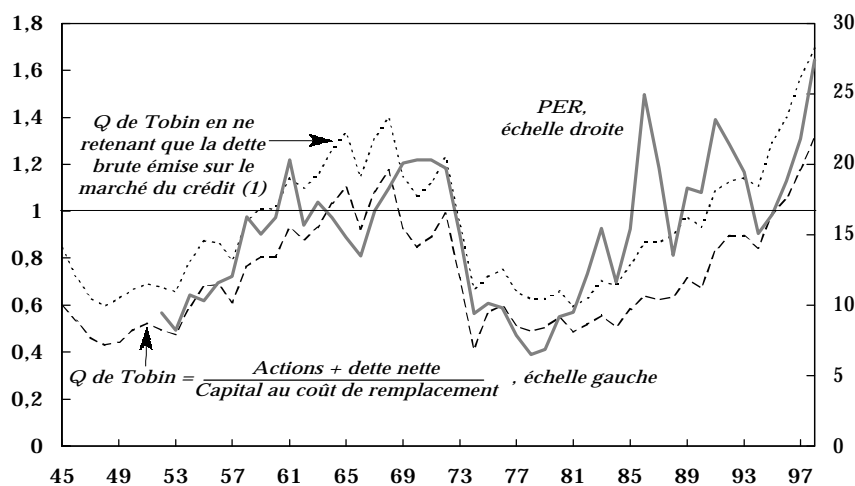
C'est le cas en particulier du  $Q$  de Tobin dont la valeur unitaire ne doit pas forcément être interprétée comme un seuil d'équilibre : outre l'incertitude sur l'évaluation du capital physique, la référence à un  $Q$  de Tobin unitaire, correspond à modèle simplifié, où la fiscalité, différenciée selon les revenus par exemple, n'introduit aucune distorsion dans les arbitrages, et où les marchés de capitaux sont parfaits. Cet indicateur synthétique conduit *in fine* au sentiment que le marché surévalue en fin de période la valeur des entreprises, au regard de ses précédents sommets<sup>9</sup>. Mais, comme le PER, il permet de mettre en perspective les performances particulièrement élevées du marché des actions à partir du milieu des années quatre-vingt. Les fortes plus-values ont d'abord puisé dans une situation de déséquilibre très prononcé au cours des années soixante-dix et au-delà et qui conduisait à une nette sous-évaluation des firmes par le marché durant toute la phase inflationniste. Au regard du profil de cette courbe (graphique 16), il est clair néanmoins que le  $Q$  de Tobin a atteint en fin de période des niveaux historiquement élevés. Toutes choses égales d'ailleurs, si l'on voulait ramener ce ratio à ses points hauts des années soixante, c'est-à-dire 1, cela nécessiterait une décote de 25 % des actions ; le retour au niveau moyen de longue

8. *National Income and Product Accounts*.

9. Si l'on admet, ce que sera évoqué plus bas, que les entreprises américaines ne connaissent pas un renouveau de la rentabilité financière.

période du ratio, soit 0,7, supposerait une baisse de 50 % des cours. Sachant que les comptes utilisés offrent une image particulièrement favorable de l'endettement financier net des entreprises, et très opaque de l'actif financier brut, nous avons également supposé que l'agrégat partiel, mais plus communément suivi, d'endettement brut sur le marché du crédit (*credit market instruments*), pouvait être plus pertinent pour évaluer la valeur de l'entreprise. Les précédents constats en ressortent néanmoins très peu modifiés.

**16. Q de TOBIN : valeur marchande de l'entreprise/stock de capital au coût de remplacement**

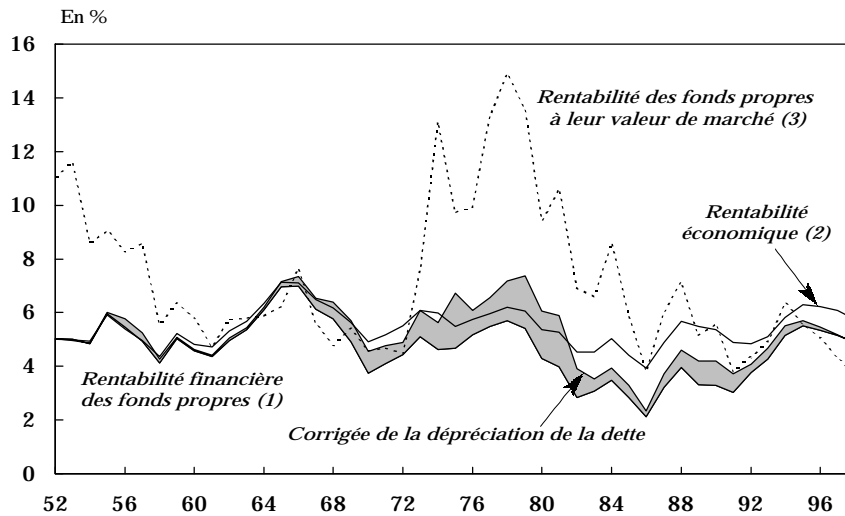


(1) La valeur de l'entreprise est ici évaluée comme la somme de la capitalisation en actions et de la dette brute (*credit market instruments*)  
Sources : Federal Reserve — *Flow of Funds Accounts*; US Department of Commerce — *Survey of Current Business*.

Le graphique 17 vérifie le degré de cohérence entre les différentes mesures de la rentabilité : rentabilité des actions, rentabilité financière des fonds propres et rentabilité économique. Il a pour but de fournir un éclairage sur les commentaires souvent qualitatifs entourant la rentabilité économique et la valorisation des actions aux Etats-Unis.

Les bénéfices ont fortement augmenté aux Etats-Unis au cours du dernier cycle. Les entreprises ont en particulier recueilli les fruits de la réduction de la charge du service de la dette et de l'accélération légère de la productivité du travail. L'avènement de nouvelles technologies a également été avancé comme cause importante du boom actuel des profits, tout comme la déréglementation financière, l'exigence des investisseurs constituant un facteur d'incitation à des gains d'efficacité supplémentaires. Ces arguments ne légitiment cependant pas la hausse récente des actions.

## 17. Rentabilité financière et rentabilité économique



(1)  $p/[K - dette nette] = p / \text{fonds propres}$ ; corrigée :  $[(p + \text{intérêts nets}) + dp/p \times \text{dette nette}] / \text{fonds propres}$

(2)  $[p + \text{intérêts nets}] / K$

(3)  $p/[Capitalisation boursière]$

avec :

$p$  : profit après amortissement, impôts sur les bénéfices, et intérêts nets et avant versement des dividendes.

$K$  : Capital physique de l'entreprise (net des amortissements) estimé à son coût de remplacement.

Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

L'indicateur de rentabilité économique calculé ici ne plaide pas, en effet, dans ce sens, et ne décrit en rien une « ère nouvelle » en matière de rentabilité du capital productif. Encore une fois, la performance des actions doit plus à la désinflation et à la correction d'un biais antérieur qu'à un miracle de la rentabilité. Ni sur le passé, ni pour l'avenir, la rentabilité économique ne paraît être l'élément le plus déterminant à court terme de la formation des cours, sauf lors de brèves séquences où le marché part d'une situation d'équilibre (début des années soixante par exemple). Il semble *a contrario* que la forte valorisation des actions a alimenté la croyance d'une « ère nouvelle » concernant la rentabilité, et qu'une certaine confusion s'est opérée entre les effets de la désinflation et le regain d'efficacité des entreprises américaines.

Des différentes techniques d'évaluation, il semble ressortir une surévaluation de l'ordre de 25 % ou plus du cours des actions au milieu de 1998. Ces ordres de grandeurs restent valables à la fin de 1998. Il faut s'interroger dès lors sur les mécanismes qui ont pu alimenté cette dérive. Les ménages, comme les investisseurs institutionnels pris dans leur ensemble, paraissent moins être les agents actifs que consentants de cette hausse. On peut, en revanche, se demander dans quelle mesure les entreprises ne sont pas les principaux acteurs de cette hausse par le jeu d'un



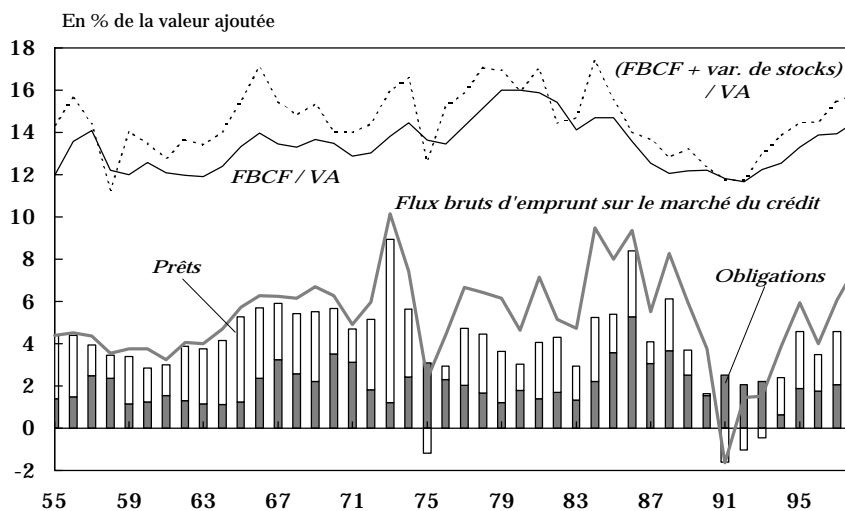
effet de levier. L'argument est fréquemment évoqué, mais il nous paraît être mobilisé de façon inappropriée.

Les flux nouveaux d'endettement bruts (hors actions) s'accroissent dans la période récente, après la phase de désendettement du tournant des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, et voisinent avec les niveaux moyens des années soixante-dix et quatre-vingt. Ils n'ont donc rien d'excessif. Ils ont pour contrepartie des acquisitions plus qu'équivalentes de créances financières, durant le dernier cycle. Par ailleurs, ces flux bruts d'endettement ne sont corrélés que de très loin avec le comportement d'investissement (graphique 18). Ce dernier demeure avant tout en ligne avec l'évolution des profits.

Le lien entre le comportement d'emprunt et le rachat net de leurs actions par les entreprises est en revanche bien plus évident (graphique 19). Globalement, depuis près de quinze ans, les entreprises américaines rachètent plus d'actions qu'elles n'en émettent, le mouvement ne s'étant interrompu qu'entre 1991 et 1993. On peut y voir la trace de la vague de fusions et d'acquisitions au travers de laquelle les entreprises américaines se sont restructurées. Une partie de l'endettement a donc pour contrepartie la prise de participation ou le rachat d'autres entreprises.

Cela signifie que les entreprises, tout en accroissant leurs capacités, ont profité de la décline des taux d'intérêt pour s'endetter, se restructurer et profiter ainsi de la forte rentabilité des actions. Le mouvement de fusions et d'acquisitions s'est engouffré dans les opportunités que

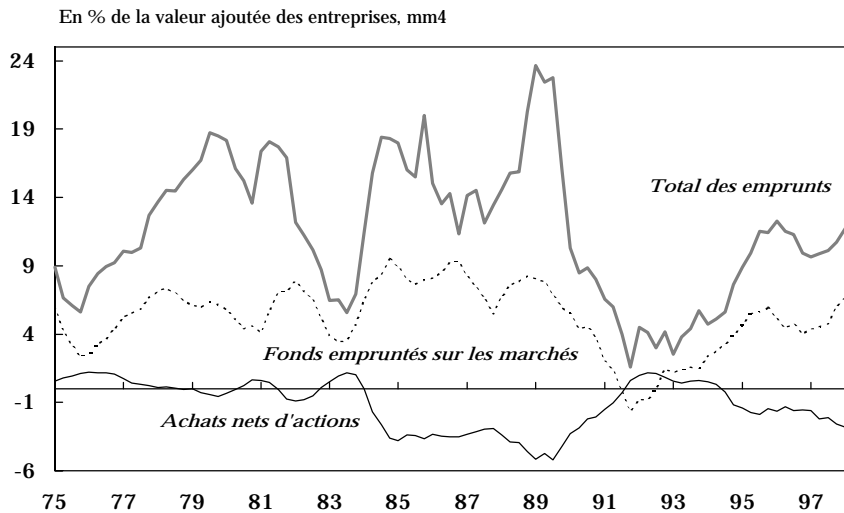
#### 18. Comportement d'endettement brut des entreprises non financières



Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

créaient la sous-évaluation notoire de la valeur des entreprises à l'issue des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt. Ce faisant il a contribué à aligner la rentabilité des actions sur la rentabilité économique. Il est possible que ce jeu, qui continue aujourd'hui, ait tendance maintenant à propulser la valeur des actions au dessus de leur niveau d'équilibre. Il faut alors s'inquiéter de la solvabilité des montages financiers récents, qui se font probablement sur la base d'une valeur surestimée des entreprises rachetées : une partie de l'endettement finance des montages dont la solvabilité future n'est pas assurée.

### 19. Emission brute de dette et rachat d'actions par les entreprises non financières



Sources : Federal Reserve — Flow of Funds Accounts; U.S. Department of Commerce — Survey of Current Business.

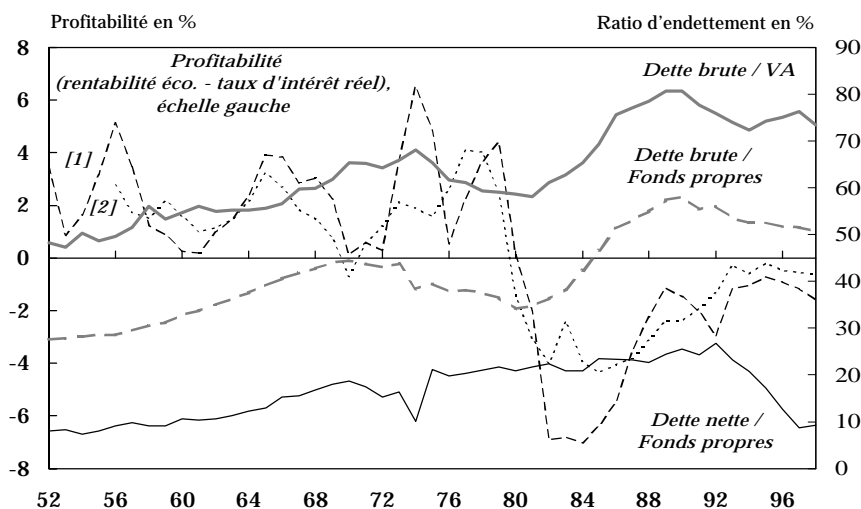
L'analogie entre l'enchaînement décrit plus haut et l'effet de levier est plus douteuse. Les entreprises, en s'endettant et en rachetant des actions, raréfient les titres détenus par le public et les institutions financières. Ce faisant, elles participent activement à la valorisation de la Bourse, ce qui accroît à court terme le rendement des actions.

L'effet de levier suppose que les entreprises exploitent l'écart positif entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt réel en s'endettant, accroissant ainsi la rentabilité des fonds propres (rentabilité financière). Sa mise en œuvre suppose donc que les entreprises empruntent pour investir. Le surcroît de rentabilité financière ainsi produit peut conduire à une majoration des actions, si le marché part d'une situation d'équilibre. L'écart entre la rentabilité économique (moyenne à défaut de marginale) et le taux d'intérêt réel <sup>10</sup>, tel que l'on peut l'estimer aujourd'hui

10. Taux des obligations d'entreprise (Moody's), notées BBA.

(graphique 20), montre qu'il est peu probable que l'endettement des entreprises réponde à un motif de ce type. Il n'est pas évident, d'une part, qu'au cours du dernier cycle l'évolution des taux réels, conjuguée au léger redressement de la rentabilité économique, ait créé la possibilité d'utiliser le levier de l'endettement à des fins de rentabilité. Il est encore moins évident, d'autre part, que ce mécanisme soit très éclairant pour comprendre sur le passé la comportement d'endettement des entreprises.

## 20. Profitabilité et ratios d'endettement des entreprises



[1] Rendement économique - (taux d'intérêt des obligations d'entreprises - inflation), sur la base des prix de la valeur ajoutée des sociétés non financières

[2] Rendement économique - (taux d'intérêt des obligations d'entreprises - inflation lissée sur 5 ans)

\* La dette brute se réfère au concept de « *credit market instruments* »

Sources : Federal Reserve — *Flow of Funds*

## Conclusion

Plusieurs indices convergents conduisent à suspecter une surévaluation importante des cours boursiers américains, et partant, de la richesse des agents privés. Il serait présomptueux sur cette base d'annoncer comme inéluctable un *krach* boursier. Cela suppose d'une part, concernant la dérive des ratios évoqués ici (primes de risque, PER et Q de Tobin notamment), que les valeurs historiques jouent bien comme forces de rappel et que des facteurs structurels n'ont pas affecté les régularités de long terme. Par ailleurs, l'hypothèse que la rentabilité économique future, en lien avec une vague d'innovation, justifierait le niveau actuel des actions, n'a été rejetée que sur la base des rendements économiques et financiers réalisés au cours du dernier cycle, en supposant que ces derniers devraient déjà porter la trace du progrès technique. Il se peut néanmoins que les délais soient plus longs. Le passé a aussi montré que les corrections ne prennent pas forcément un caractère brutal.

Les risques seront maximaux lorsque les marchés considéreront que les rendements obligataires ont atteint leur point bas. Ce n'est probablement pas ce que ces derniers anticipent aujourd'hui, ce qui peut ménager un sursis. Tant que cette décrue n'est pas achevée, la tendance des rendements des dividendes à s'indexer aux taux nominaux peut encore libérer quelques vagues de hausse. Néanmoins c'est durant cette période de probable détente des taux longs et courts que se jouent les chances d'une correction en douceur. Si les investisseurs s'appuient sur cette dernière pour éloigner encore un peu plus les PER de leur niveau de long terme, la Bourse américaine risque de réunir toutes les conditions d'un *krach* majeur. En revanche, si les cours amorcent maintenant leur décrue, permettant ainsi une majoration des primes de risque sur les actions, la Bourse américaine peut envisager un scénario plus doux, ou limiter la casse à ce que la terminologie financière qualifie de *mini-krach*. Quoi qu'il en soit, les rendements réalisés depuis le milieu des années quatre-vingt ne nous paraissent pas reproductibles à moyen terme. Le placement en actions américaines, tout comme la vague des fusions-acquisitions qui a dopé les cours depuis le milieu des années quatre-vingt, est probablement arrivé au terme d'un « âge d'or ». Cet article a également souligné que cet « âge d'or » est bien moins celui de la rentabilité économique que ne le laisserait présumer l'évolution récente des cours.

*Achévé de rédiger le 7 décembre 1998*

## Références bibliographiques

- ARTUS P., 1998 : « D'où vient, à quoi sert et où mène l'effet de levier aux Etats-Unis », *Flash*, CDC marchés, n° 98-153.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, 1998 : 68<sup>e</sup> rapport annuel, Bâle, 8 juin 1998.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, 1998 : *Flow of Funds Accounts of the United States, Series Z1*, « Flows and Outstandings second quarter 1998 », Washinton, DC. <http://www.bog.frb.fed.us>.
- COCHRANE J.H., 1997 : « Where is the market going? Uncertain facts and novel theories », *NBER, Working Paper* n° 6207.
- GROUPE INTERNATIONAL DE POLITIQUE ECONOMIQUE DE L'OFCE, 1993 : *Taux d'intérêt et chômage*, Référence/OFCE, Presses de la fondation nationale des sciences politiques.
- US DEPARTMENT OF COMMERCE, 1998 : *Survey of Current Business*, volume 78, n° 7 à 12.