

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Endettement des entreprises Est-il vraiment souhaitable qu'il diminue?



L'endettement des entreprises apparaît élevé dans certains pays. Cela peut alimenter des craintes relativement à l'évolution future de la croissance économique. Des hausses de taux d'intérêt demeurent au menu et la rentabilité des entreprises pourrait diminuer en raison des coûts liés à la dette. Cela dit, en dépit des niveaux élevés de dettes, d'autres indicateurs donnent un portrait moins inquiétant. Par ailleurs, il est peut-être préférable de prendre le problème de l'endettement dans son ensemble. L'apport des gouvernements à l'endettement total a été plus important que celui des entreprises au cours des dix dernières années dans les pays avancés.

La dette des entreprises bat des records

L'endettement des entreprises non financières atteint presque 74 % du PIB aux États-Unis. Il s'agit d'un sommet historique pour ce pays. Considérant que l'endettement élevé des ménages américains avait fortement contribué à l'ampleur de la grande récession des années 2008 et 2009, on pourrait être tenté de croire que des excès d'endettement du côté des entreprises risquent à leur tour de générer de fortes turbulences.

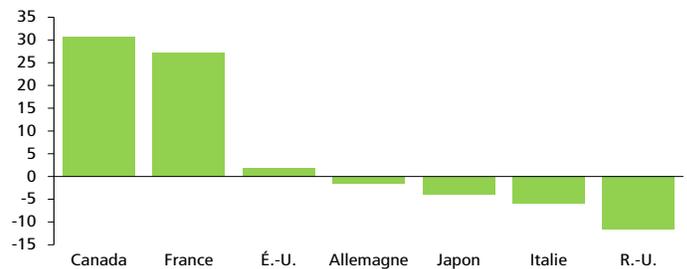
Bien que les entreprises américaines n'aient jamais été aussi endettées, elles ne sont pas les pires élèves en la matière. Parmi les pays du G7, les entreprises situées en France, au Canada, au Japon et au Royaume-Uni affichent des taux d'endettement moyens plus élevés selon les données colligées par la Banque des règlements internationaux (BRI) (graphique 1). Cependant, la tendance n'est pas à la hausse partout et

l'endettement des entreprises aux États-Unis a nettement moins augmenté qu'en France et au Canada au cours des dix dernières années (graphique 2).

GRAPHIQUE 2

Le Canada et la France se démarquent pour la progression de l'endettement des entreprises depuis dix ans

Variation de l'endettement des entreprises non financières des pays du G7 depuis dix ans
En % du PIB

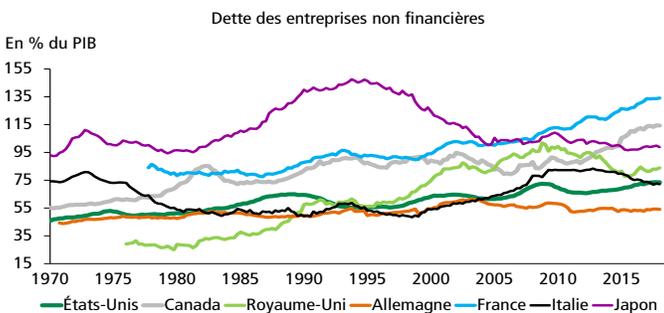


Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Des taux d'endettement plus élevés se retrouvent en dehors des pays du G7. En Chine, les entreprises affichent un taux d'endettement de plus de 160 % du PIB (graphique 3 à la page 2). Sur une période de dix ans, la progression de la dette des entreprises chinoises se chiffre à près de 70 % du PIB. En moyenne, la dette des entreprises des pays émergents a crû plus rapidement que celle des entreprises des pays avancés, mais cela n'est pas nécessairement inquiétant. Un rattrapage normal s'opère au fur et à mesure que les pays émergents se développent. Il reste que la Chine se démarque fortement. Cependant, étant donné que plusieurs entreprises chinoises sont en fait supportées par le gouvernement, il est

GRAPHIQUE 1

Les entreprises américaines ne sont pas les plus endettées

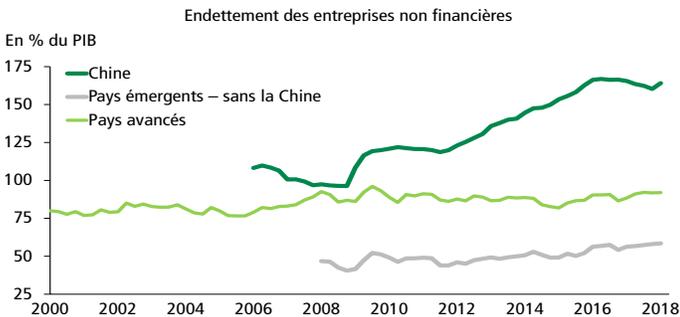


Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint • Hendrix Vachon, économiste principal
Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2018, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

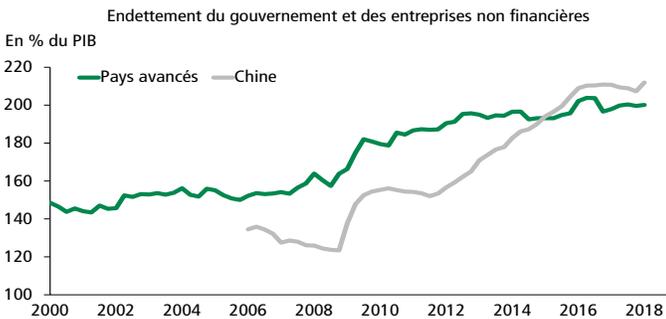
GRAPHIQUE 3
L'endettement des entreprises chinoises dépasse de loin la moyenne des pays émergents et avancés



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

préférable d'ajouter la dette des entreprises et la dette du gouvernement pour réaliser des comparaisons avec d'autres pays. La situation en Chine ressemble alors à la moyenne des pays avancés (graphique 4).

GRAPHIQUE 4
Le taux d'endettement cumulé du gouvernement et des entreprises chinoises est plus près de celui des pays avancés

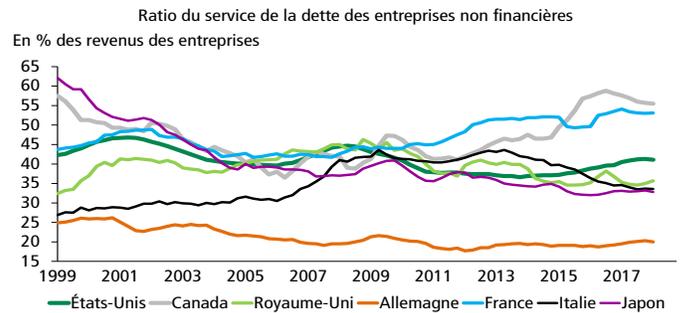


Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Le fardeau de la dette demeure contenu

Une grosse dette n'est pas nécessairement une dette coûteuse. Le ratio du service de la dette par rapport aux revenus des entreprises donne une meilleure indication à cet égard (graphique 5). C'est au Canada que ce ratio est actuellement le plus élevé parmi les pays du G7. Toutefois, il ne s'agit pas d'un record historique pour les entreprises canadiennes alors que les taux d'intérêt demeurent faibles. Les taux d'intérêt sont encore plus bas en zone euro, ce qui permet aux entreprises françaises d'avoir un ratio du service de la dette moins élevé qu'au Canada en dépit d'un taux d'endettement supérieur. Les États-Unis arrivent au troisième rang parmi les pays du G7. Le service de la dette des entreprises américaines reste inférieur à son précédent sommet cyclique de 2008. Il n'y a pas de donnée comparable de disponible pour le ratio du service de la dette des entreprises chinoises.

GRAPHIQUE 5
Ratio du service de la dette des entreprises dans les pays du G7



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Le processus de normalisation des politiques monétaires risque de tirer vers le haut le fardeau de la dette. Cependant, les banques centrales n'envoient pas le signal que les taux d'intérêt augmenteront rapidement et fortement. Il reste à voir comment évolueront les autres éléments influençant le niveau des taux d'intérêt comme les primes de risque. Celles-ci sont actuellement très faibles et pourraient aussi augmenter au cours des prochaines années (graphique 6). Cela viendrait amplifier l'effet du resserrement monétaire. On pourrait également craindre la même chose avec les primes du terme.

GRAPHIQUE 6
Les écarts de taux d'intérêt ont commencé à s'élargir pour les actifs plus risqués, mais le mouvement reste timide



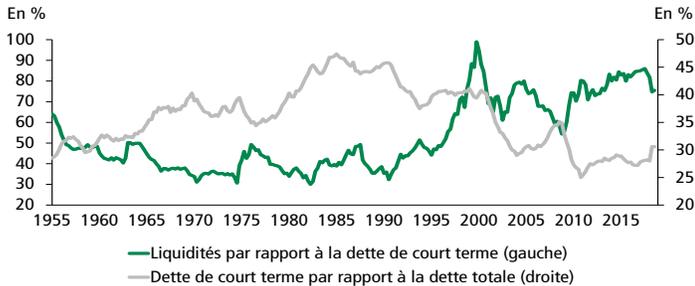
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Il faut toutefois spécifier que même si les taux d'intérêt augmentaient rapidement en raison de l'effet combiné des taux directeurs, des primes de risque et des primes du terme, cela ne se refléterait pas automatiquement sur le coût des entreprises, du moins pas entièrement. Les entreprises semblent avoir profité des faibles taux d'intérêt de long terme pour rallonger l'échéance de leurs dettes. Par exemple, aux États-Unis, le poids de la dette de court terme sur l'endettement total n'est que de 30 % environ (graphique 7 à la page 3). De plus, les entreprises semblent disposer de suffisamment de liquidités pour assumer une bonne partie de cette portion de la dette qui est plus sensible aux mouvements de taux d'intérêt.

GRAPHIQUE 7

Le poids de la dette de court terme est faible et les entreprises disposent de beaucoup de liquidités

Données pour les entreprises américaines non financières



Sources : Réserve fédérale, Datastream et Desjardins, Études économiques

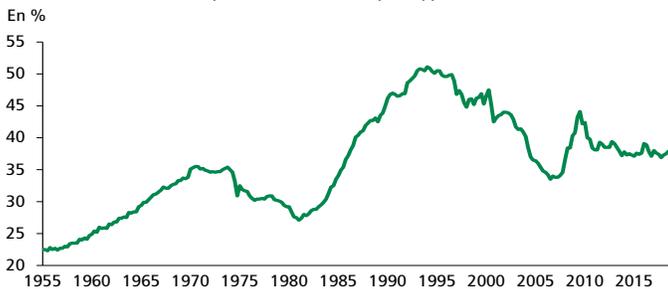
N'oublions pas la contrepartie de l'endettement

L'analyse de l'endettement des entreprises doit également prendre en compte la valeur des actifs de ces dernières. Aux États-Unis, le ratio de la dette sur la valeur nette des entreprises est encore loin du sommet du début des années 1990 (graphique 8).

GRAPHIQUE 8

La dette en pourcentage de la valeur nette des entreprises est loin de son précédent sommet aux États-Unis

Dette des entreprises non financières par rapport à leur valeur nette



Sources : Réserve fédérale, Datastream et Desjardins, Études économiques

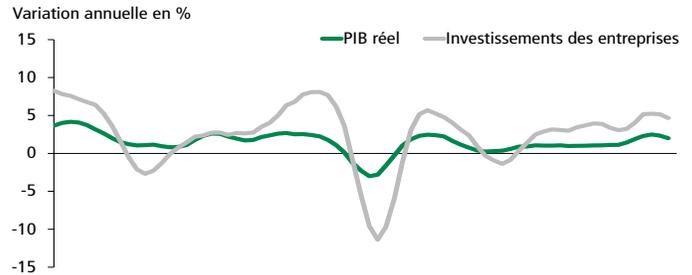
L'endettement peut également être positif pour l'économie. Plus de dettes signifient normalement plus d'investissements par les entreprises, comme l'ajout de capacité de production ou des nouvelles technologies. Un niveau trop élevé d'investissements n'est toutefois pas nécessairement souhaitable. Cela peut devenir problématique lorsque leur rentabilité diminue, notamment si la demande pour consommer les biens et les services produits ne suit pas le même rythme. En France, la dette élevée des entreprises semble avoir été accompagnée par une accélération des investissements (graphique 9). La même situation a été observée dans d'autres pays, dont les États-Unis.

Il est cependant probable qu'une partie de l'endettement des entreprises a servi à financer les nombreuses fusions et acquisitions, lesquelles ne génèrent pas nécessairement de retombées sur la croissance économique. L'émission de dettes

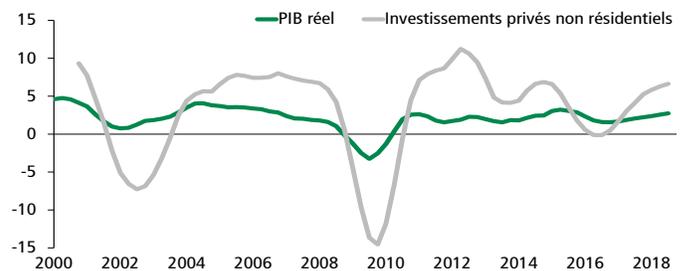
GRAPHIQUE 9

L'endettement des entreprises est bon pour l'économie s'il finance des investissements accrus

Données françaises



Données américaines



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

a pu aussi servir à financer des rachats d'actions, soit une autre opération qui n'affecte pas de manière directe l'économie. Néanmoins, les paiements reçus par les investisseurs pour le remboursement des actions détenues peuvent être réalloués à d'autres fins, lesquels peuvent contribuer positivement à l'économie.

Enfin, ce n'est pas nécessairement tous les secteurs d'activité qui ont accru leur endettement. La forte demande pour les ressources naturelles et l'énergie a notamment stimulé les investissements dans les secteurs pétroliers et miniers depuis plusieurs années. Le résultat est clairement visible au Canada où les secteurs pétrolier et minier cumulent des passifs correspondant à dix fois leurs revenus d'opération. Ce ratio n'a à peu près pas bougé pour les autres secteurs d'activité (graphique 10 à la page 4).

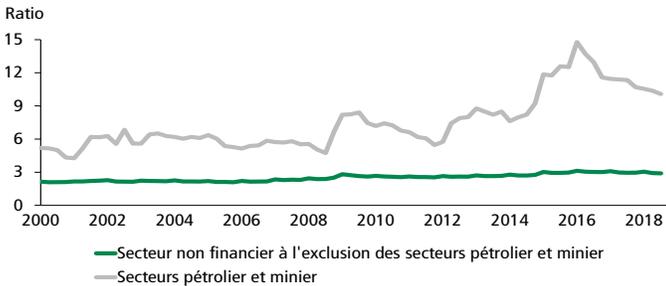
Une dette possiblement plus risquée

La concentration de la dette dans certains secteurs d'activité pourrait être problématique si ces secteurs subissaient un choc. En ce sens, la difficulté des producteurs de pétrole canadien à vendre leur production constitue un risque sérieux. Les baisses de production souhaitées par le gouvernement albertain semblent toutefois avoir déjà permis de relever les prix, ce qui devrait aider l'industrie (graphique 11 à la page 4). La situation méritera tout de même encore d'être suivie de près.

De façon plus générale, des sonnettes d'alarme ont été tirées au cours de l'automne sur la qualité de la dette des entreprises dans

GRAPHIQUE 10
Au Canada, l'endettement apparaît plus problématique dans les secteurs pétrolier et minier

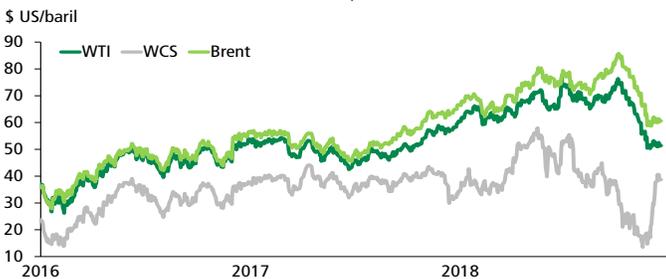
Ratio du passif des entreprises sur leur revenu d'exploitation



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 11
L'écart de prix entre le pétrole canadien et américain a atteint près de 40 \$ US en novembre

Prix du pétrole



WTI : West Texas Intermediate, WCS : Western Canadian Select
 Sources : Datastream, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

les pays avancés, et en particulier en Europe et aux États-Unis. La BRI a notamment publié des analyses sur l'augmentation du nombre d'entreprises zombies et sur l'augmentation des prêts à levier (*leveraged loans*)¹. Les entreprises zombies sont des firmes qui ne parviennent pas à générer suffisamment de revenus pour assumer le service de leurs dettes sur une période prolongée. Elles seraient six fois plus nombreuses aujourd'hui qu'elles ne l'étaient il y a une trentaine d'années. La longue tendance à la baisse des taux d'intérêt aurait contribué à leur essor. Une augmentation des taux d'intérêt au cours des prochaines années pourrait ainsi se traduire par la fermeture de plusieurs d'entre elles. Cela dit, à plus long terme, l'économie pourrait tirer un avantage de la réduction du nombre d'entreprises zombies. Celles-ci sont moins productives et drainent d'importantes ressources financières qui pourraient être utilisées à de meilleures fins.

En ce qui a trait aux prêts à levier, ceux-ci regroupent, entre autres, des obligations adossées à des prêts

¹ BIS Quarterly Review – International banking and financial market developments, Septembre 2018 : Ryan BANERJEE et Boris HOFMANN, *The rise of zombie firms: causes and consequences*, p. 67-78; Tirupam GOEL, *The rise of leveraged loans: a risky resurgence?*, p. 10-11.

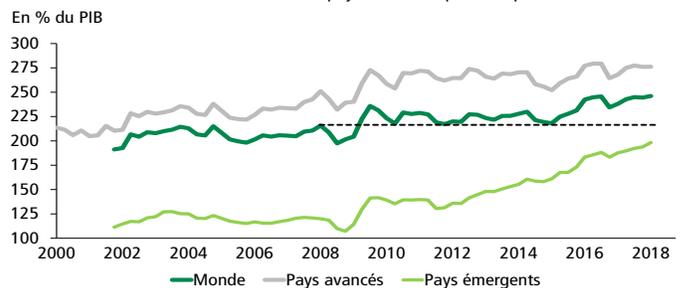
(*collateralised loan obligations* – CLOs) ainsi que des prêts avec peu de conditions pour les emprunteurs (*covenant-lite loans*) et donc avec moins de protections pour les prêteurs. Les prêts à levier sont généralement accordés à des entreprises ayant déjà beaucoup de dettes ou un mauvais dossier de crédit, ce qui rend ces prêts plus risqués. Encore une fois, une augmentation des taux d'intérêt pourrait affecter ce marché, d'autant plus que ce sont souvent des taux d'intérêt variables qui sont utilisés. De plus, l'augmentation de l'aversion pour le risque des investisseurs pourrait freiner la demande pour ces actifs financiers. Une baisse abrupte de la demande compliquerait le refinancement de certaines entreprises. Toutefois, une telle situation serait probablement temporaire, d'autant plus que si cela pénalisait l'économie, les banques centrales retourneraient probablement en mode assouplissement. Celles-ci disposent également d'outils pour influencer les écarts de crédit et aider au financement des entreprises.

Analyser l'endettement dans son ensemble

L'endettement des entreprises est peut-être élevé dans certains pays, mais le portrait ne peut pas encore être qualifié de critique selon l'analyse que nous en faisons. Il s'insère toutefois au problème général de l'endettement dans le monde qui, lui, demeure sérieux. La dette cumulative des gouvernements, des ménages et des entreprises n'a pas diminué depuis la dernière grande récession. Elle se situe actuellement légèrement sous 250 % du PIB (graphique 12). Dans les pays avancés, le poids de l'endettement total dépasse 275 % du PIB.

GRAPHIQUE 12
L'endettement total est plus élevé qu'avant la grande récession de 2008 et 2009

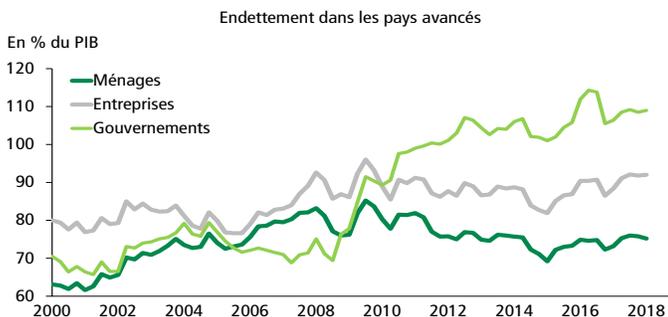
Endettement total des pays – secteurs public et privé



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Quand on regarde de plus près, c'est principalement l'endettement des gouvernements qui a contribué à la progression de la dette totale au cours des dix dernières années dans les pays avancés (graphique 13 à la page 5). Lors de la grande récession de 2008 et 2009, plusieurs gouvernements ont répondu au ralentissement de la demande par d'importants plans de relance. C'est l'une des raisons pour laquelle leur endettement a bondi. Par la suite, les gouvernements ont dû maintenir un certain soutien, surtout dans les pays où les ménages ont réduit leur endettement, et donc leur apport à la croissance

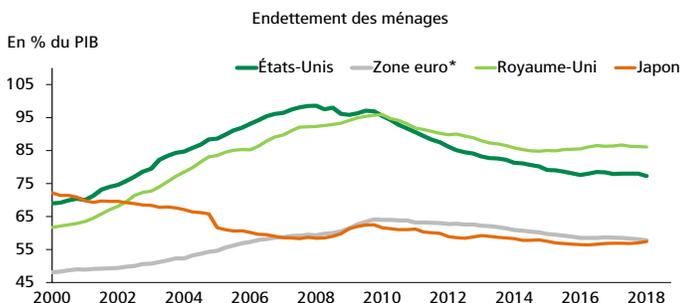
GRAPHIQUE 13
L'endettement public est la partie de l'endettement total qui a le plus augmenté dans les pays avancés



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

économique. Cela a notamment été le cas aux États-Unis et dans la zone euro en général (graphique 14). Dans ce contexte, le retour des investissements des entreprises et une augmentation de leur endettement étaient presque souhaitables pour permettre aux gouvernements de relâcher un peu l'accélérateur. Il n'aurait pas été préférable que l'endettement des ménages reparte à la hausse et qu'il ne génère de nouveaux déséquilibres à l'origine de l'ampleur de la récession de 2008 et 2009.

GRAPHIQUE 14
Les ménages ont réduit leur endettement dans les principales économies



* Principales baisses en Espagne, au Portugal, en Irlande, en Allemagne et aux Pays-Bas.
 Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Pas facile de réduire le poids de l'endettement total, surtout si l'on vise l'endettement des entreprises...

Une dette totale plus faible réduirait probablement les risques d'instabilité économique et financière à moyen et long terme. Cela semble toutefois difficile à se réaliser sans que la croissance économique ne diminue trop. L'équilibre apparaît très fragile et les banques centrales doivent procéder très graduellement avec leur resserrement monétaire dont l'effet est plus visible sur l'économie en raison de l'endettement élevé.

Une solution qui permettrait de réduire plus facilement le poids de l'endettement serait d'avoir une croissance économique potentielle plus élevée. La dette serait ainsi amortie sur une économie qui grossirait plus rapidement. Cela dit, pour qu'un

tel scénario se concrétise, il faudrait vraisemblablement plus d'investissements de la part des entreprises afin d'augmenter leur productivité. La productivité est l'une des pierres d'assise de la croissance économique potentielle avec la taille du bassin de travailleurs et leur niveau de compétence. Dans ce contexte, il ne serait pas souhaitable de voir les entreprises réduire leur endettement. Qui plus est, l'ajout d'actifs et le gain de valeur nette au sein des entreprises améliorent leur solidité financière.

En revanche, il ne faudrait pas que cela conduise à une sous-valorisation accrue des risques et à une popularité excessive de certains actifs financiers, comme les prêts à levier. Il pourrait également y avoir un problème avec la concentration de la dette dans seulement quelques secteurs d'activité. Il n'y aurait pas non plus d'avantage à ce que le nombre d'entreprises zombies augmente. Dans un monde idéal, les ressources financières sont allouées efficacement auprès d'une multitude d'entreprises, mais pas vers celles qui ne parviennent pas à générer des revenus suffisants sur une longue période. Les bonnes entreprises parviennent à générer de la valeur avec leur endettement.

Hendrix Vachon, économiste principal