

SOMMES NOUS A LA VEILLE D'UNE « ZOMBIE APOCALYPSE » ?

THE DEAD DON'T DIE. MAIS LES COMPANIES?



Bruno Syrmen

CIO Alternatif - Partner

bsyrmen@seven-cm.com

+33 1 42 33 75 22

Le terme "ZOMBIE" est revenu à la une des medias récemment, à cause du dernier film de Jim Jarmush: "The Dead don't die" présenté lors de la soirée inaugurale du festival de Cannes.

Dans cette comédie hilarante Jarmush revisite ce que l'on appelle les "Films de Zombies" des années 60 et 70. Une forme d'hommage, drôle et intelligent, aux maîtres du genre comme G. Romero (Voir l'affiche page suivante).

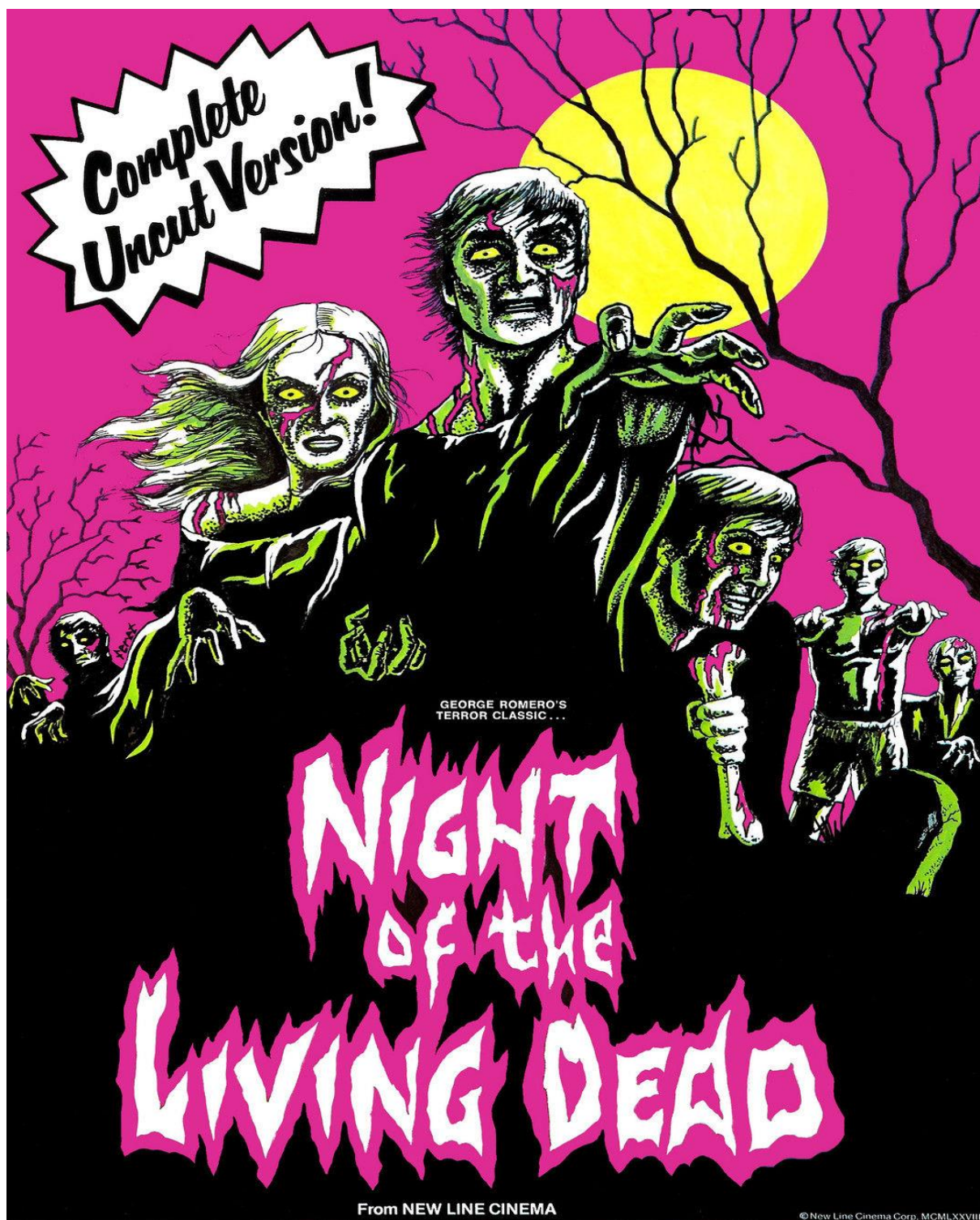
Quelques mois avant, la BRI avait sorti un rapport dont le grand public n'a probablement jamais entendu parler:

"THE RISE OF ZOMBIE FIRMS: CAUSES AND CONSEQUENCES"

Dans ce très intéressant article, les auteurs posent trois questions fondamentales:

- 1/ Est ce que l'augmentation du nombre de compagnies Zombie est un phénomène temporaire?
- 2/ Quelles sont les causes de l'augmentation des compagnies Zombie ?
- 3/ Quelles sont les conséquences économiques de cette hausse ?

Ce rapport, essentiellement un "papier" de recherche, a déclenché beaucoup de débats ainsi qu'un flot d'articles détaillés issus par des boutiques de recherche économique. Nous nous proposons, dans ce qui suit, de vous présenter une vue synthétique de ce qu'il faut bien appeler un problème. Problème dont l'importance a été soulignée très récemment par la quasi-faillite de Rallye en France, celle de British Steel au Royaume Uni et, à un degré moindre, le collapse de l'action Tesla aux USA, ces trois événements ayant pris place durant les derniers 10 jours de mai 2019...



If it doesn't scare you, you're already dead!

Introduction

Mais qu'est ce qui constitue au juste une compagnie Zombie ? Dans le rapport de la BRI elles sont définies comme des "Entreprises qui sont incapables de couvrir les coûts de service de leur dette avec leurs profits courants, et ce sur une période de temps donnée". La période de temps peut varier, la BRI a utilisé 3 ans par exemple. D'autres diminuent même la taille de l'échantillon en utilisant des critères plus stricts comme: l'entreprise doit être âgée de plus de 10 ans par exemple, ce qui exclut toutes les start-ups. Dans tous les articles que nous avons lus, il semble que quelles que soient les critères retenus, les résultats sont très similaires quant à la rentabilité actuelle de ces compagnies. PRESQUE TOUTES PERDENT DE L'ARGENT! Et par conséquent leur ICR (Interest coverage ratio ou ratio de couverture des intérêts) est très négatif (Inférieur à -7 pour l'ICR médian dans le rapport de la BRI comparé à un ICR médian supérieur à 4 fois les bénéfices pour les compagnies NON Zombie).

L'augmentation du nombre de compagnies Zombie est-elle un phénomène transitoire ?

Ainsi donc votre Zombie compagnie typique perd de l'argent, est déjà lourdement endettée, et accumule encore plus de dettes, puisqu'elle promet à ses actionnaires que la prospérité est au coin de la rue !! Donc, même si elle bouge encore, votre Zombie compagnie typique est soit déjà morte, soit en train de mourir lentement mais sûrement.....

Et toutes les études sur le sujet font la même observation: La prévalence des Zombies a considérablement augmenté depuis les années 80! Sur un panel de 14 économies développées, leur part a augmentée, en moyenne, d'environ 2% à la fin des années 1980 à quelques 12% en 2016 selon la BRI. D'après Bank of America Merrill Lynch, 13% des compagnies dans le monde développé sont "Zombifiées" (et 16% aux USA...), un nombre qui a augmenté régulièrement lors de la décennie précédente en dépit du rétablissement économique. Le nombre d'entreprises Zombie n'a été que rarement plus élevé: 15% durant la Grande Récession. Un pic temporaire pour les compagnies Zombie durant une récession est compréhensible, mais comment peut-il y avoir une augmentation soutenue des entreprises "Zombifiées" pendant les bonnes périodes économiques? Et sur une durée de presque 40 ans !? Il est évident que ce phénomène n'est nullement transitoire (40 ans !!!) mais qu'il est là pour durer....

Qu'elles sont alors les causes de cette hausse ininterrompue du nombre de entreprises Zombie durant les dernières décennies?

Les Causes

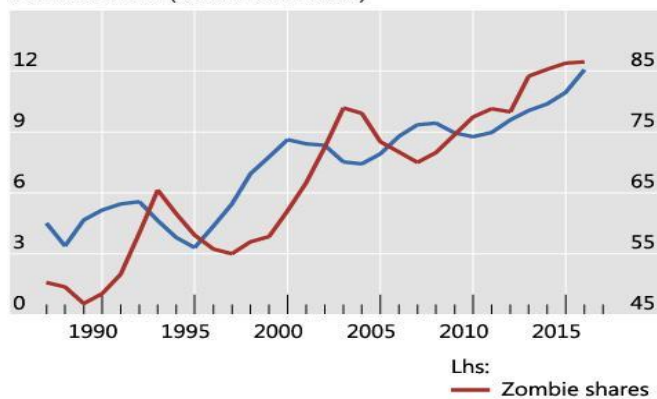
En effet, depuis la fin des années 1980, les compagnies Zombie n'ont cessé d'augmenter, mais surtout, et de façon très surprenante, elles semblent survivre au poids de leur dette plus longtemps que par le passé comme le montre le graphe suivant tiré du rapport de la BRI:

Zombie firms are on the rise and survive for longer¹

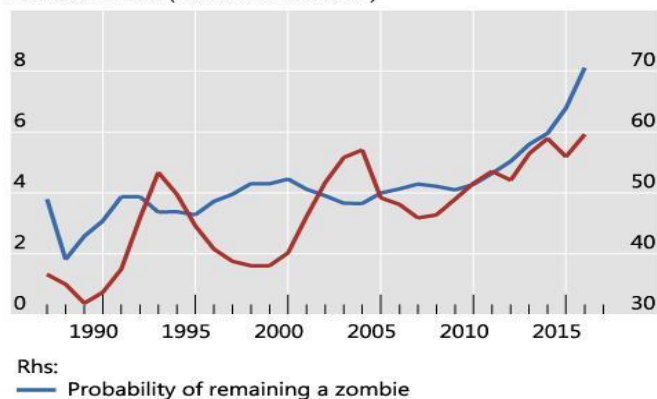
In per cent

Graph 2

Zombie firms (broad definition)²



Zombie firms (narrow definition)³



¹ Simple averages of zombies as a share of all listed non-financial firms in the Worldscope database from Australia, Belgium, Canada, Denmark, France, Germany, Italy, Japan, the Netherlands, Spain, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States. ² Firms with an interest coverage ratio less than one for three consecutive years and over 10 years old. ³ Broad zombies with a Tobin's q below the median firm in the sector in a given year.

Sources: Banerjee and Hofmann (2018); Datastream Worldscope; authors' calculations.

© Bank for International Settlements

Chart 1 source: BRI revue Trimestrielle

Ces sociétés ne semblent plus être autant sous pression pour réduire leur dette et mieux contrôler leur activité. A l'opposé de ce que l'on pouvait attendre, le rapport de la BRI montre même que ce changement fondamental ne coïncide pas avec la GFC, mais intervient dès le début des années 2000!

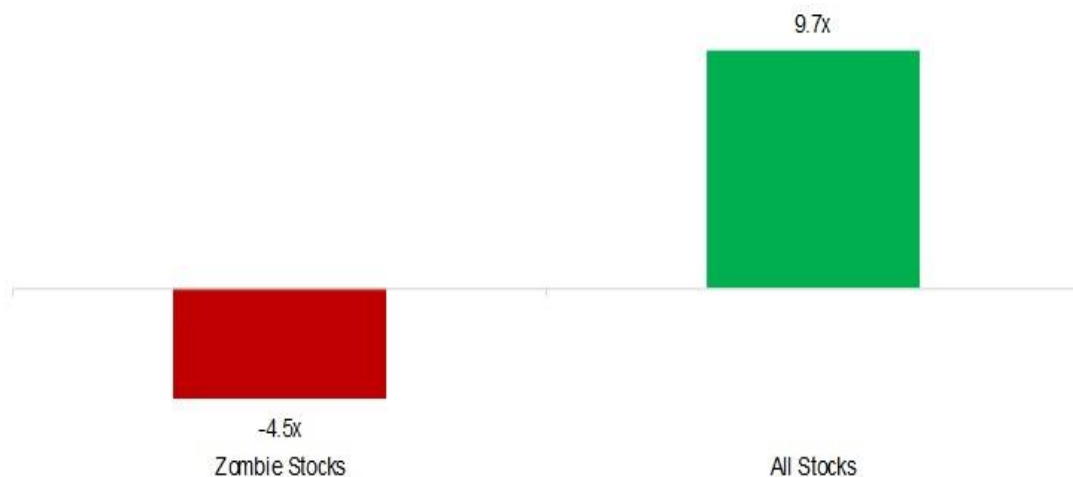
C'est au début des années 2000 que la vitesse de réduction de l'effet de levier des sociétés Zombies a commencé à se réduire significativement.

Concomitamment à cette décélération, les Zombies ont été capables de s'assurer plus de ressources, entravant ainsi les processus de réallocation de capital.

Cette moindre pression sur les Zombies ne reflète nullement une quelconque amélioration de leur rentabilité. En effet on constate qu'il n'y a eu aucune augmentation significative des bénéfices avant intérêts paiements et taxes (EBIT) des compagnies Zombies comparées aux NON-Zombies, ni depuis 2000 ni depuis 2009.

Cf le graphique ci-dessous:

EBITDA-Interest Coverage of Zombie Stocks (1990 - 2018)



Source: [FactorResearch](https://www.factorresearch.com)

Chart 2 source: [FactorResearch.com](https://www.factorresearch.com)

Quels facteurs expliquent ces changements dans le comportement des Zombies? Pour la BRI: "L'un des plus importants réside dans la faiblesse potentielle des banques. Quand leurs bilans sont criblés de prêts non performants, les banques sont incitées à étendre ou à renouveler les prêts aux sociétés non viables, plutôt que de prendre leurs pertes. On a même des preuves que les banques affaiblies ont de facto joué un rôle dans l'après GFC". En outre, toujours selon les analystes de la BRI, en inhibant les restructurations des sociétés, les régimes de faillite, généralement mal conçus ont également joué un rôle. Mais un autre facteur CLÉ est également présent tout le temps. Lequel?

Et bien la réponse, assez simple, est la présence de taux d'intérêts artificiellement et historiquement bas à peu près partout dans le monde. La Reserve Fédérale et les autres banques centrales ont d'abord baissé puis maintenu les taux d'intérêts près de zéro sur la dernière décennie. En Europe et au Japon, de nombreux taux sont même négatifs. Et nous ne parlons même pas ici de l'extension sans précédent de leurs bilans.

Les politiques monétaires ultra-accommodantes menées par les banques centrales partout dans le monde ont engendrée cette apocalyptique croissance des compagnies Zombies de 2 façons:

Premièrement, en permettant à ces sociétés d'emprunter à très bas coût et donc de survivre plus longtemps qu'elles ne l'auraient fait si les taux étaient restés dans leur range historique normal.

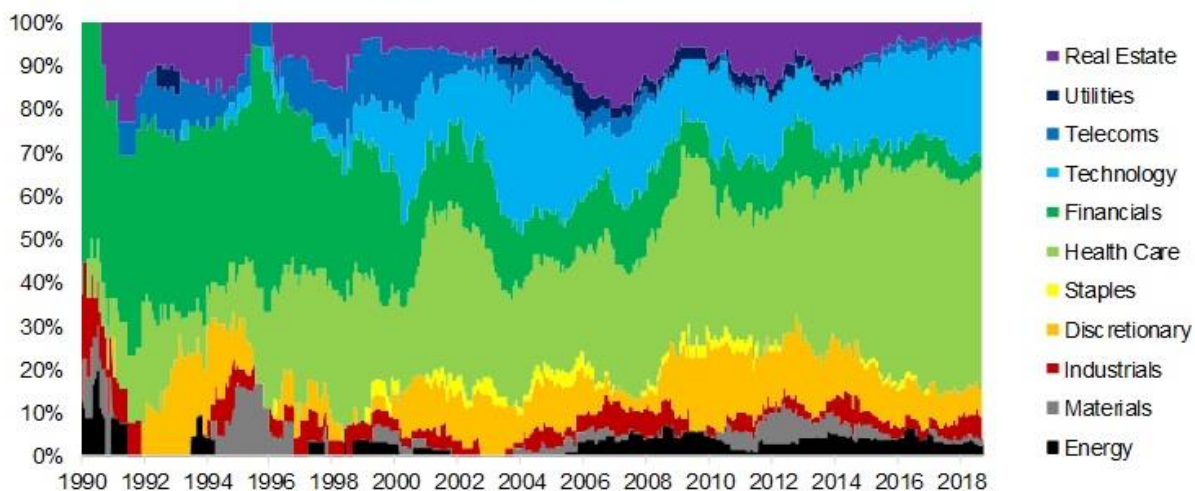
Et **deuxièmement**, en augmentant le coté attractif de ce que l'on appelle maintenant la chasse « au return » des actifs spéculatifs par rapport aux rendements extrêmement faibles des obligations gouvernementales.

Comme le rapport de la BRI l'a démontré: "Plus généralement, des taux plus bas peuvent inciter les investisseurs à prendre des risques, à travers le canal favorisant les risques, de la politique monétaire. Puisque les sociétés Zombie sont des débiteurs à risque et donc des investissements risqués, un appétit grandissant pour le risque finit par réduire la pression à laquelle elles sont soumises pour remettre leurs finances en état." Zombie pour plus longtemps.....

Ce même rapport suggère enfin que la part des compagnies Zombie est en fait négativement corrélée avec les taux d'intérêts (et, dans une moindre mesure à la bonne santé du système bancaire). Ce même rapport estime d'ailleurs que "la chute de 10 % des taux d'intérêts nominaux US depuis le milieu des années 1980, quand le Chairman de la FED, Alan Greenspan, intervint pour la première fois pour secourir les marchés (le fameux "Put Greenspan" ou « FED Put ») "serait responsable pour environ 17% dans l'augmentation de la part des sociétés Zombie dans les économies développées, quand évaluée avec le ratio de dépendance financière externe"...

Une autre étude, excellente, par FactorResearch montre clairement que les 2 secteurs économiques qui ont le plus contribué à cette augmentation sont la Biotechnologie et la Technologie. Autrement dit, deux secteurs dans lesquels les compagnies sont souvent obnubilées par la croissance plus que par la rentabilité. Cf le graphe ci-après:

Zombie Stocks: Breakdown by Sectors



Source: FactorResearch

Chart 3 source: FactorResearch.com

D'autres études menées sur des sociétés Zombies Japonaises semblent indiquer que ces entreprises se rencontrent essentiellement au sein des PME, ce qui est probablement vrai également aux USA et dans les autres pays occidentaux. Mais les compagnies Zombie peuvent certainement être aussi beaucoup plus grosses, comme c'est le cas pour certaines SOE Chinoises.

Les Conséquences

Il est difficile d'argumenter que cette croissance du nombre de sociétés Zombie soit une bonne nouvelle pour l'économie....

Et quand bien même pourrait on supposer que les actions des entreprises Zombie sous-performeront dramatiquement le marché, elles font état de **bonnes** performances surprenantes comme le montre le graphe ci-dessous:



Source: [FactorResearch](http://FactorResearch.com)

Chart 4 source: FactorResearch.com

On pourrait également s'attendre à ce que ces actions traitent à des multiples de valorisation très bas compte tenu de leurs caractéristiques financières pour le moins malsaines. Et bien c'est tout le contraire en fait! Elles traitent sur la base de multiples "Price to book" beaucoup plus haut que les actions lambda (surtout depuis 2012) comme vous pouvez le voir ci-dessous:



Source: [FactorResearch](http://FactorResearch.com)

Chart 5 source: FactorResearch.com

C'est précisément à cause de cet ensemble de faits que l'on peut conclure, ainsi que le font de très nombreux économistes: "Un accroissement de la longévité des sociétés « Zombifiées » n'est pas bon pour l'économie".

Dans sa dernière étude consacrée au sujet, l'OCDE a listé trois façons pour les compagnies Zombie d'entraîner vers le bas leurs économies respectives (et, indirectement, l'économie globale). Les voici:

L'effet de congestion. Plus une compagnie Zombie survit longtemps, plus elle attirera des ressources capitalistiques, finies, du système, les empêchant ainsi d'être utilisées pour des entreprises plus productives. "Les sociétés Zombie sont moins productives et peuvent enlever de la croissance aux entreprises les plus productives en leur rendant l'accès aux ressources plus difficile (Ce que l'on appelle les effets de congestion)." Écrit l'OCDE. "Les estimations indiquent que quand la part des Zombie dans l'économie augmente de 1%, la croissance de la productivité décline d'environ 0.3%.". Et souvenons-nous que la croissance du PNB est une fonction de la croissance de la productivité....

Mauvaise allocation du capital. Non seulement les sociétés Zombie extirpent de la croissance aux compagnies plus saines, mais elles gaspillent beaucoup de ressources elles-mêmes. Une étude sur les compagnies du secteur manufacturier Chinoises montre que les entreprises Zombie aiment beaucoup la surcapacité — quand une industrie a la capacité de produire bien plus que ce que la demande réelle permet d'absorber. Beaucoup d'entreprises Zombie choisissent de produire plus ou de construire de la capacité de production supplémentaire, dans le but de faire un profit, même si le marché n'a aucun besoin d'une augmentation de la production.

La diffusion technologique est différée. Une autre conséquence de la tendance qu'ont les compagnies Zombie à mal allouer du capital au détriment de sociétés plus saines est une chute graduelle dans l'investissement et l'innovation.

Pour l'un des économistes de HSBC, Stephen King, il est clair que ces trois problèmes majeurs sont le résultat des politiques monétaires ultra-accommodantes de la dernière décennie. « Le plus on a « boosté » le prix des actifs vers le haut, avec un assouplissement monétaire excessif, le plus on a contribué à masquer les problèmes de certaines compagnies et les besoins de restructuration ou de réduction des coûts. »

"Les marchés de capitaux n'ont dès lors plus été capables d'effectuer leur fonction principale : une allocation efficace du capital. Trop de capital est resté bloqué dans des compagnies non productives aux bilans artificiellement gonflés, n'en laissant pas assez pour aider à la croissance d'entreprises plus petites et/ou plus dynamiques."

Ceci contribue grandement à expliquer pourquoi le rythme de croissance de la productivité a ralenti depuis les années 1980 et surtout depuis la GFC. Cela peut aussi expliquer le manque d'un fort rebond dans l'investissement domestique US après la récession.

La solution proposée par King –et d'autres- pour résoudre ce problème est simple: "Laisser les compagnies « presque mortes » — les 'Zombie' — s'effondrer"

L'OCDE approuve, en disant: "Les Réformes qui favorisent l'accélération des restructurations commerciales peuvent avoir de puissants effets sur la productivité." Il s'avère que la destruction créatrice chère à Schumpeter est entravée quand il y a moins de « destruction », mais cela peut être relancé en laissant l'intégralité du processus se dérouler normalement.

L'une des façons de faire cela (probablement la plus évidente) serait de normaliser les taux d'intérêts en les portant à un niveau moyen historique, quelles que soient les conséquences sur les marchés financiers. Mais après l'offensive savamment coordonnée des Banques Centrales pour enrayer un déclin des marchés actions d'à peine 6%, début juin 2019, n'espérez pas trop.... Cela n'arrivera certainement PAS puisque cela créerait, sans nul doute, beaucoup de souffrances en termes de destruction de valeurs dans les marchés puis en termes de licenciements.

Conclusion

En lieu et place de telles réformes, il apparaît que l'augmentation incessante des sociétés Zombie contribuera un peu plus à un futur avec une croissance faible, une inflation faible, et des taux bas. Un avenir qui semble de plus en plus prévisible. Et avec la promesse de nouvelles baisses de taux annoncées presque partout, sans parler de nouvelles mesures de QE dans un avenir relativement proche, il y a de grandes chances que le nombre de entreprises Zombie va continuer à augmenter ET qu'elles survivront encore plus longtemps..... Et comme N. Rabener de FactorResearch.com le dit si bien: "les 3 dernières décennies au Japon montrent que laisser évoluer librement les sociétés Zombie se fait au détriment de la croissance économique et de la société, exactement comme en littérature et au cinéma."

Il n'y a cependant aucune raison de paniquer à l'heure actuelle, les rues des districts financiers ne sont pas prêtes de ressembler à la photo ci-dessous!

B. SYRMEN

14 juin 2019



Références Bibliographiques:

- 1/ BIS research: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.pdf
- 2/ FactorResearch: THE RISE OF ZOMBIE STOCKS (Nicolas Rabener)
- 3/ OECD Research: <https://www.oecd.org/eco/growth/exit-policies-and-productivity-growth.htm>
- 4/ HSBC : <https://www.businessinsider.fr/us/zombie-companies-killing-us-economy-2016-3> (Stephen King)
- 5/CNN/Business/BAML: <https://edition.cnn.com/2019/03/31/investing/stocks-week-ahead-zombie-companies-debt/index.html>
- 6/ Financial Blog: Cashflow Capitalist: Central Banks Are Spawning A Zombie Apocalypse 5th of May 2019
- 7/J.Mauldin:<https://www.mauldineconomics.com/frontlinethoughts/japanified-world-ahead#losing>