

# Les géants américains du numérique : nouveaux acteurs systémiques de la finance internationale ?

Par Paul-Adrien HYPOLITE et Antoine MICHON

Ingénieurs du corps des Mines

Forts d'un succès commercial sans précédent, les géants américains des nouvelles technologies ont accumulé ces vingt dernières années d'immenses réserves de liquidités dans leur trésorerie, dont les encours sont aujourd'hui comparables à ceux des plus gros fonds obligataires mondiaux. Dans cet article, nous montrons que cette situation résulte d'une gestion ultra-conservatrice de leur capital qui contraste avec l'image d'innovateurs de premier plan qui leur est associée. Sauf inflexion politique majeure, ce phénomène de thésaurisation pourrait bien se poursuivre, privant l'économie mondiale de capitaux productifs et entretenant la baisse séculaire des taux sans risque.

**S**i les géants américains des nouvelles technologies sont tantôt adulés à l'occasion du lancement de leurs produits, tantôt vilipendés pour leur emprise sur notre vie quotidienne, leur usage massif de nos données personnelles ou le peu d'impôts dont ils s'acquittent, la question de leur influence grandissante dans la finance internationale est peu débattue. Fortes d'un succès commercial sans précédent, les entreprises phares de la « tech » ont pourtant accumulé ces vingt dernières années d'immenses réserves de liquidités dans leur trésorerie, qui, par leur ampleur et leur allocation, interpellent.

Comment expliquer ce phénomène de thésaurisation ? Comment ces fonds sont-ils gérés par les *Big Tech* ? Faut-il concevoir cette accumulation de liquidités comme passagère ou durable ? Autrement dit : les GAFAM et consorts sont-ils bel et bien devenus les nouveaux géants de la finance internationale ?

## Une thésaurisation exceptionnelle alimentée par des profits hors norme

L'industrie des nouvelles technologies se caractérise par une extrême concentration de liquidités au sein d'un petit nombre d'entreprises, principalement américaines. En effet, les trésoreries des dix plus riches entreprises américaines du secteur<sup>(1)</sup> atteignaient 782 milliards de dollars

fin 2017, soit respectivement sept et trente fois plus que leurs homologues chinois et européens. Les entreprises de ces échantillons présentent certes des différences importantes dans leurs activités et leurs modèles d'affaires, mais elles ont pour point commun de s'être construites autour de l'informatique ou de l'Internet, et de se trouver aujourd'hui en position dominante sur au moins un segment de leur marché.

Si les liquidités des géants américains du numérique atteignent aujourd'hui des niveaux records, cela a-t-il toujours été le cas ? Au cours de la période 2000-2017, l'encours de trésorerie des *Big Tech* a connu une croissance annuelle moyenne de 16 %. Il est utile de comparer ces chiffres à ceux de l'industrie pétrolière, qui comprend des sociétés réputées particulièrement solides sur le plan financier, ainsi qu'à ceux du CAC 37 qui réunit les principales entreprises françaises composant l'indice CAC 40, à l'exception de ses trois établissements bancaires. Le constat est sans appel : l'encours de trésorerie du Top 10 Tech US représente aujourd'hui 3,5 fois celui du Top 10 Pétrole (contre 1,8 fois, fin 2000) et environ 2,9 fois celui du CAC 37 (contre 0,7 fois, fin 2000). La croissance de la trésorerie des géants technologiques américains a donc été sans commune mesure avec celle de grandes entreprises traditionnelles. Les données financières montrent que, sur cette même période, les *Big Tech* ont transformé en moyenne 21 % de leur chiffre d'affaires en flux de trésorerie disponible, ce qui les rend, toutes proportions gar-

(1) Par ordre décroissant de trésorerie : Apple, Microsoft, Google, Cisco, Oracle, Facebook, Qualcomm, Amazon, Intel et IBM.

## Encours de trésorerie des principales entreprises technologiques mondiales à fin 2017 (en milliards de dollars)

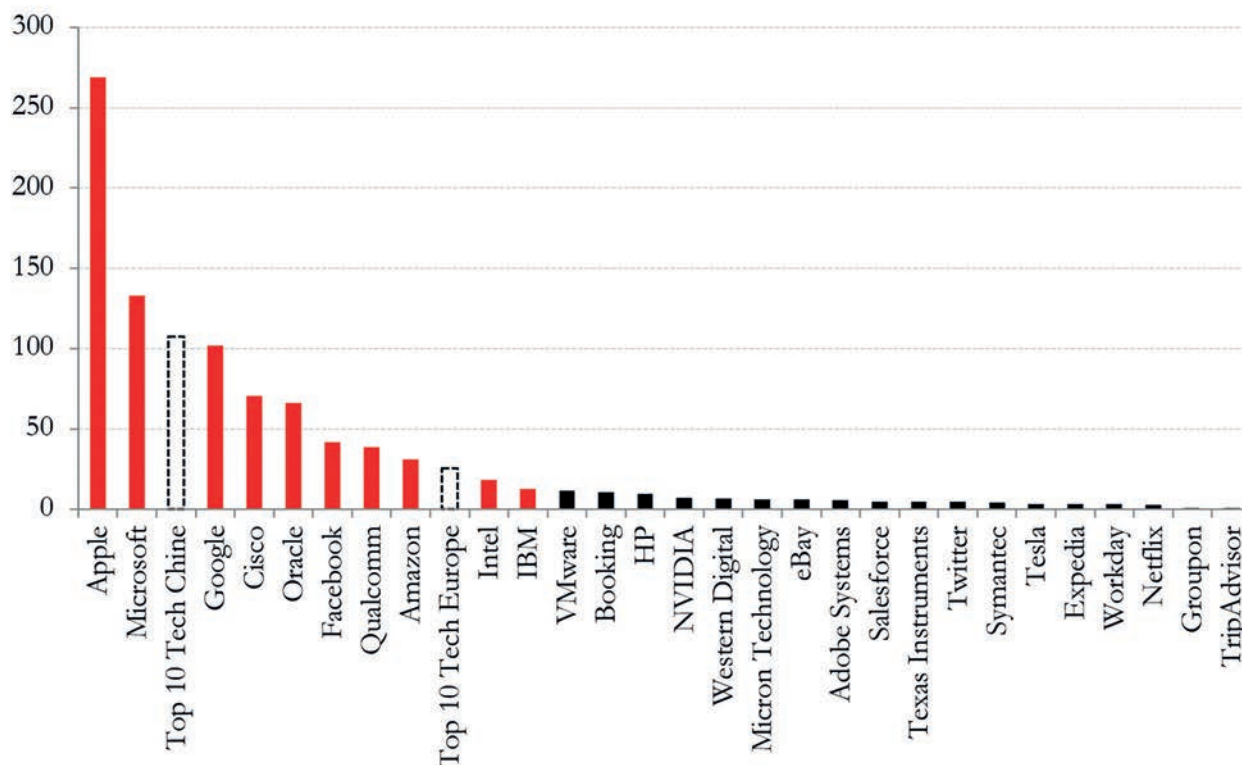


Figure 1 – © Hyppolite et Michon (2018).

### Trésoreries comparées (en milliards de dollars)

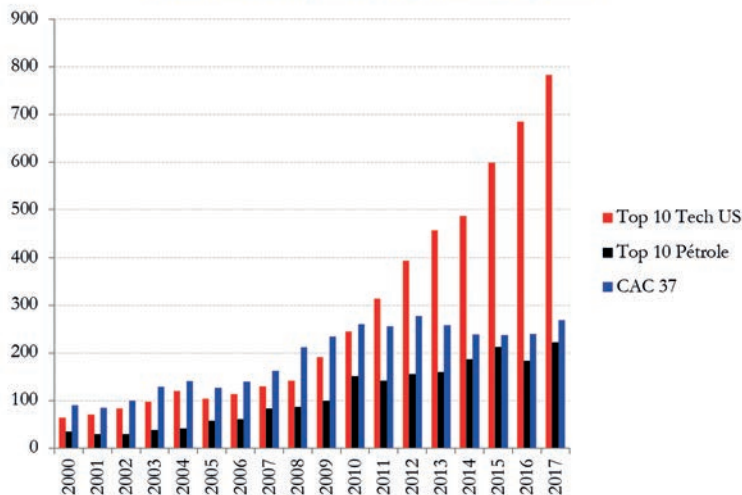


Figure 2 – © Hyppolite et Michon (2018).

dées, cinq fois plus profitables que les géants pétroliers et les entreprises du CAC 37, dont la moyenne dépasse à peine 4 %.

Afin de comprendre comment les géants technologiques allouent leurs profits, décomposons les flux de trésorerie disponibles (*free cash flows*) en fonction de leurs différents usages. Si l'on ajoute à ces derniers les sources alternatives de financement (dettes et fonds propres), on obtient l'allocation du capital suivante sur la période 2000-2017 : respectivement 11 et 46 % des flux de trésorerie ainsi ajustés ont servi à financer des acquisitions d'entreprises (net des cessions d'activités) et des distributions aux actionnaires (net des levées de capitaux), tandis que 43 % sont venus accroître les trésoreries. Manifestement, les profits captés par les *Big Tech* sont tels qu'ils excèdent les besoins de financement correspondant à de nouvelles opportunités d'investissement (capex et fusions-acquisitions) et la rémunération des détenteurs du capital.

En somme, ce sont ces excédents financiers « résiduels », sans véritable utilisation dans le processus productif, qui viennent chaque année consolider davantage les encours de trésorerie documentés précédemment. La conséquence de ce phénomène est la financiarisation progressive de l'actif du bilan des

Flux de trésorerie disponibles comparés (en % du chiffre d'affaires)

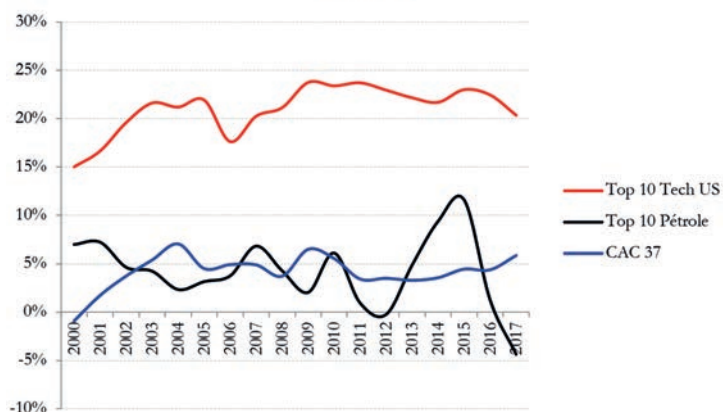


Figure 3 – © Hyppolite et Michon (2018).

*Big Tech*. Alors que la part de la trésorerie dans le total des actifs des géants pétroliers et du CAC 37 est restée constante, en moyenne autour respectivement de 6 et 8 % au cours de la période 2000-2017, celle des géants technologiques a crû quasiment sans interruption, pour passer de 26 % à l'aube du XXI<sup>e</sup> siècle à 48 % en 2017. Ainsi, la moitié de l'actif du bilan des *Big Tech* est aujourd'hui constituée d'encaisses et autres titres financiers liquides disponibles à la vente.

Forts de leurs succès opérationnels, les géants américains du numérique se sont *de facto* transformés en gestionnaires de portefeuilles financiers et semblent chaque jour converger un peu plus vers le statut tacite d'institution financière.

## Une gestion ultraconservatrice des sommes thésaurisées

Voyons à présent comment les *Big Tech* allouent les sommes qui figurent dans leur trésorerie.

Les rapports annuels des sociétés, doublés de leurs déclarations réglementaires à la Securities and Exchange Commission (SEC), le gendarme boursier américain,

Allocation du flux de trésorerie disponible du Top 10 Tech US (en % du chiffre d'affaires)

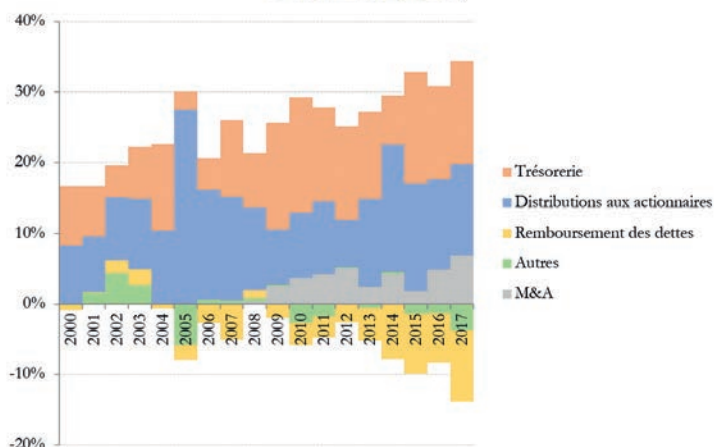


Figure 4 – © Hyppolite et Michon (2018).

fournissent de précieuses informations pour répondre à cette question. Conformément aux standards réglementaires en vigueur, sont comptabilisés dans la trésorerie, comme « encaisses et équivalents », tous les placements très liquides (c'est-à-dire facilement convertibles en un montant connu d'espèces), dont l'échéance est inférieure ou égale à trois mois à compter de leur date d'achat, et comme « titres négociables », tous les actifs négociables, disponibles à la vente, dont la date d'échéance est supérieure à trois mois au moment de l'achat. À la différence des géants pétroliers et des entreprises du CAC 37, on constate que les *Big Tech* placent la majorité de leurs liquidités non distribuées dans des actifs financiers dont l'échéance est supérieure à trois mois. On remarque aussi que, parallèlement à l'accroissement de la trésorerie des *Big Tech*, la part allouée à ces actifs relativement plus longs a augmenté tendanciellement ces dernières années (passant de 55 % en 2007-2008 à plus de 80 % fin 2017), alors qu'elle est restée à peu près constante au cours de la même période au sein des grandes entreprises françaises et parmi les géants pétroliers (autour de 20-25 %).

Trésoreries comparées : encaisses vs. titres négociables (en milliards de dollars)

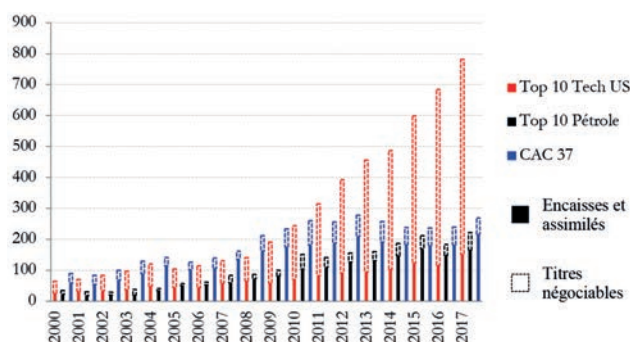


Figure 5 – © Hyppolite et Michon (2018).

Ces mêmes sources permettent de recueillir des informations sur les différentes classes d'actifs dans lesquelles les *Big Tech* investissent. L'analyse des données met ainsi en évidence la faible part des espèces dans le total (7 %). En réalité, près de 80 % de leur trésorerie est placée en titres de dettes obligataires émis pour moitié par des organismes publics et pour moitié par des entreprises. Derrière cette diversification de façade, on note une forte concentration du portefeuille dans la dette publique américaine. Plusieurs entreprises – dont Facebook, qui l'écrit noir sur blanc dans ses déclarations réglementaires – semblent adopter une politique d'investissement qui exclut les placements en titres de dettes d'États étrangers. Notons que d'une firme à l'autre, il existe des différences intéressantes en matière de placement. Apple, Oracle et Qualcomm, par exemple, se distinguent en allouant plus de 50 % de leur trésorerie à des titres obligataires d'entreprises, tandis que Microsoft et Facebook financent très majoritairement le gouvernement américain.

Ainsi, si la formidable croissance des trésoreries des géants technologiques semble s'être accompagnée d'un

## Ventilation de la trésorerie par classe d'actifs à fin 2017 du Top 10 Tech US (en % du total)

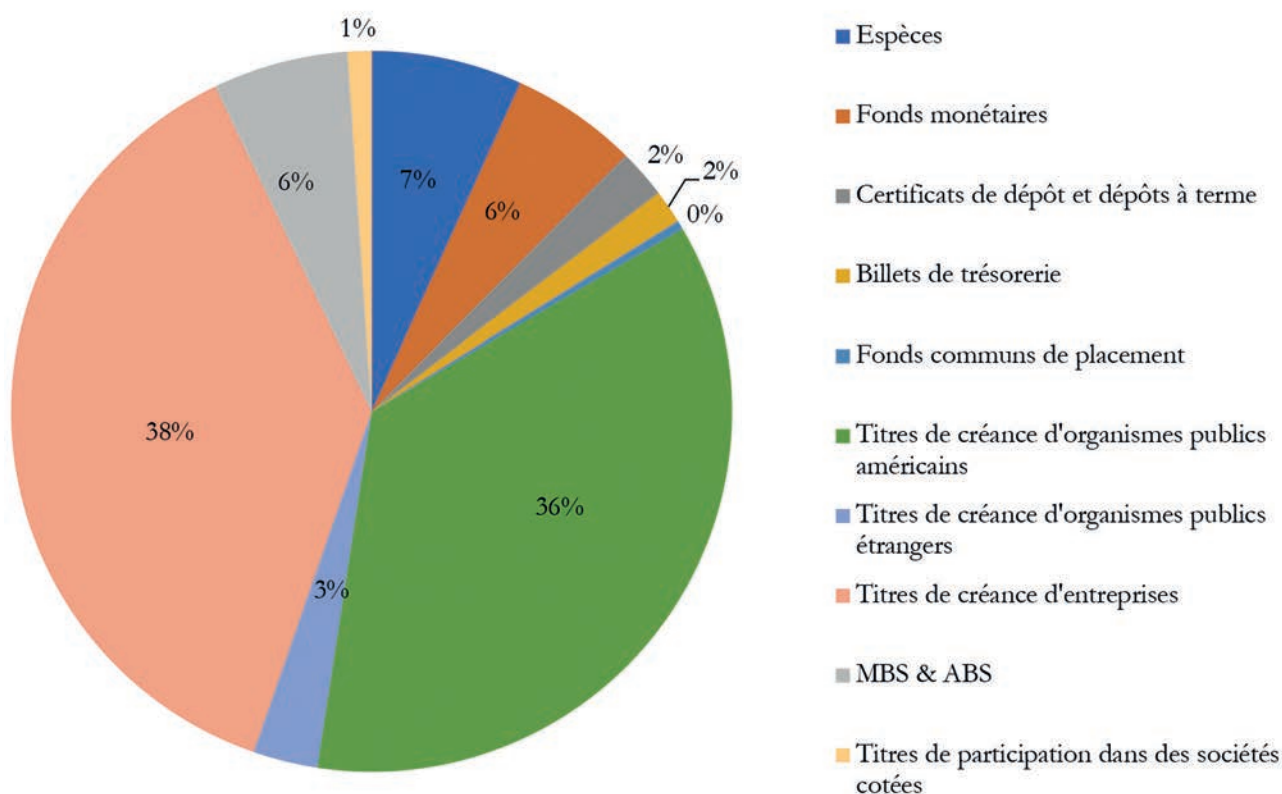


Figure 6 – © Hyppolite et Michon (2018).

allongement de la maturité moyenne des titres de leur portefeuille, cela ne s'est pas pour autant traduit par davantage de prise de risque. Loin de leur image d'innovateurs investissant massivement dans le développement des technologies de demain, les géants technologiques allouent et gèrent en réalité leur capital de la plus conservatrice des manières.

### La thésaurisation des *Big Tech* : phénomène passager ou nouvelle norme ?

Par l'accumulation d'immenses excédents financiers, les *Big Tech* sont donc devenus des acteurs incontournables de la finance internationale et les gérants de leur trésorerie s'apparentent aujourd'hui davantage à des gestionnaires de fonds obligataires que de fonds de roulement. Peut-on considérer le phénomène de thésaurisation à l'origine de cette situation comme étant véritablement durable ?

Les multiples boursiers des géants du numérique indiquent que leurs investisseurs continuent d'anticiper des profits futurs considérables. Sauf changement de stratégie dans l'allocation du capital des *Big Tech*, la dynamique de thésaurisation devrait donc se poursuivre. Certaines menaces pourraient toutefois la ralentir, voire l'infléchir si elles devaient se matérialiser.

Tout d'abord, les géants du numérique sont exposés à

des poursuites antitrust : aux États-Unis, ce thème prend une place grandissante dans la course à l'investissement démocrate ; en Europe, le mandat de Margrethe Vestager, commissaire à la concurrence sous la présidence de Jean-Claude Juncker, a été marqué par de lourdes sanctions contre Google et Apple. En outre, l'OCDE étudie une adaptation des règles fiscales occidentales afin de lutter contre les pratiques agressives d'optimisation de certaines multinationales, dont les géants du numérique. La France a d'ailleurs déjà pris les devants en adoptant une « taxe GAFA » assise sur le chiffre d'affaires des services numériques plutôt que sur leurs bénéfices. Enfin, un certain nombre de géants du numérique sont sous la menace de sanctions ou de régulations relatives à l'usage des données qui sont au cœur de leurs modèles d'affaires. En juillet 2019, la Federal Trade Commission – agence américaine indépendante – a infligé une amende de cinq milliards de dollars à Facebook et imposé des restrictions sur l'usage des données personnelles suite aux manquements de l'entreprise mis en lumière par l'affaire Cambridge Analytica.

Quoi qu'il en soit, ces diverses menaces n'ont à ce stade que marginalement affecté les anticipations des investisseurs telles que reflétées par les cours de bourse, si bien que Microsoft, Amazon, Apple, Google et Facebook demeurent les cinq premières capitalisations boursières mondiales. Tout porte donc à croire que les géants du

numérique continueront de réaliser des profits faramineux au cours des prochaines années. Vont-ils pour autant conserver la même stratégie d'allocation du capital ? Pourraient-ils, par exemple, redistribuer une plus grande part de leurs profits à leurs actionnaires ?

**Ratios cours de bourse sur bénéfices (P/E ratios) à fin 2017**

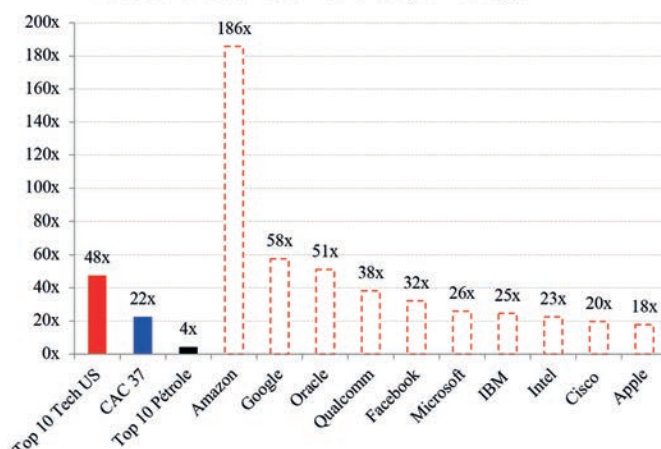


Figure 7 – © Hyppolite et Michon (2018).

Certains affirment que la thésaurisation des géants du numérique n'est qu'un phénomène transitoire. En effet, celle-ci serait seulement le fruit d'un arbitrage fiscal auquel l'administration Trump a mis fin en promulguant le *Tax Cuts and Jobs Act of 2017*. Pour rappel, les États-Unis disposaient, contrairement à la plupart des pays de l'OCDE, d'un impôt sur les sociétés dont l'assiette était mondiale. De fait, les bénéfices des entreprises américaines réalisés à l'étranger étaient imposables une fois rapatriés sur le sol américain au taux fédéral d'imposition des sociétés, moyennant déduction des impôts déjà acquittés auprès des juridictions étrangères. La réforme fiscale promulguée par le président Trump a remplacé le précédent système par un système d'imposition territorial en vertu duquel seuls les bénéfices réalisés sur le territoire national sont soumis à l'impôt et a mis en place, indépendamment de toute considération relative à un éventuel rapatriement, un impôt exceptionnel de 15,5 % sur les bénéfices non distribués accumulés par les multinationales américaines dans leurs filiales étrangères. Compte tenu du coût du rapatriement des bénéfices réalisés à l'étranger avant la promulgation de cette réforme, les géants du numérique avaient intérêt à conserver leurs excédents financiers dans leurs filiales étrangères<sup>(2)</sup> et à financer les distributions de liquidités à leurs actionnaires (dividendes et rachats d'actions) en s'endettant sur les marchés obligataires. Si ce phénomène a bel et bien eu cours, il ne peut cependant expliquer qu'une faible part de l'accumulation de liquidités par les *Big Tech*. En effet, même si la croissance de l'encours de trésorerie net de la dette s'avère moins soutenue que celle de l'encours brut, elle n'en demeure pas moins très

(2) 82 % de l'encours de trésorerie était ainsi comptablement domicilié hors du territoire américain, fin 2017.

significative : 15 % (au lieu de 16%) par an en moyenne sur la période 2000-2017. Fin 2017, la trésorerie « nette » atteignait ainsi 352 milliards de dollars. On peut dès lors douter qu'un rapatriement des liquidités aux États-Unis par le passé ou à l'avenir ait pu avoir ou ait des conséquences majeures sur le phénomène de thésaurisation en tant que tel.

Cette explication écartée, de nombreuses interrogations persistent quant aux motifs d'une thésaurisation d'une telle ampleur et sur une période de temps aussi longue. À cet égard, plusieurs éléments de réponse peuvent être avancés. Tout d'abord, les géants du numérique souhaitent sans doute conserver de la trésorerie pour pouvoir réaliser rapidement de grosses acquisitions, à l'instar du rachat de WhatsApp par Facebook en 2014 pour 16 milliards de dollars. Leurs activités de fusions-acquisitions se sont d'ailleurs intensifiées au cours des dernières années, au point d'attirer l'attention des régulateurs sur l'éventualité de *killer acquisitions*, ces acquisitions destinées à supprimer délibérément des menaces concurrentielles.

Pour certains, ce désir d'autonomie des géants du numérique vis-à-vis des marchés financiers trouverait son origine culturelle dans la profonde méfiance des entrepreneurs de la Silicon Valley envers les financiers de Wall Street. Un tel propos doit toutefois être nuancé en gardant à l'esprit que les *Big Tech* n'ont eu aucun mal à recourir aux marchés obligataires lorsqu'il était question pour eux de s'endetter afin de rémunérer leurs actionnaires plutôt que de rapatrier sur le territoire américain leurs profits réalisés à l'étranger.

Néanmoins, il est indéniable que les distributions de dividendes ou les rachats d'actions ont longtemps été connotés négativement dans l'industrie des nouvelles technologies. Encore aujourd'hui, ces opérations restent associées dans l'imaginaire de nombreux entrepreneurs aux entreprises matures et peu innovantes. Pendant presque dix ans, Microsoft en a été le symbole : la firme distribuait régulièrement des dividendes, mais voyait son cours de bourse comme ses résultats financiers stagner.

En outre, le rapport de force entre dirigeants des *Big Tech* et leurs actionnaires extérieurs – pour la plupart des investisseurs institutionnels – demeure largement à l'avantage des premiers. Les fondateurs ou dirigeants conservent souvent une part importante des actions de leur société, à l'instar de Jeff Bezos qui contrôle environ 16 % du capital d'Amazon. En sus de leur pouvoir actionnarial, les dirigeants bénéficient d'une forte présence médiatique et d'une légitimité professionnelle importante dans leur industrie, qui renforcent sans doute leur influence au sein des conseils d'administration. Après les fondateurs, les principaux actionnaires des *Big Tech* sont les géants américains de la gestion d'actifs, comme Vanguard, Blackrock ou State Street. Leurs placements obéissent bien plus à une logique de diversification de l'épargne américaine qu'à des stratégies d'investissement résultant d'une conviction spécifique relative au modèle d'affaires de telle ou telle firme. Leur approche actionnariale est donc essentiellement passive, au sens où ils n'ont pas vocation

à entrer dans un dialogue poussé avec les dirigeants ou les autres actionnaires en vue d'influencer la stratégie des entreprises. La pression sur les dirigeants des géants technologiques pour une distribution plus importante et systématique de leurs excédents financiers semble de fait assez faible. À l'exception notable de rares actionnaires dits « activistes » comme David Einhorn (Greenlight Capital) et Carl Icahn (Icahn Capital Management), bien peu sont ceux qui ont tenté de bousculer cette culture actionnariale favorable à la thésaurisation. Même si elles ont substantiellement contribué à influencer l'allocation du capital chez Apple, les campagnes d'actionnaires activistes sont restées à ce jour relativement marginales.

En somme, il y a fort à parier que les géants technologiques conserveront d'importantes réserves de trésorerie à l'avenir. Les sommes en question sont colossales, puisqu'elles sont comparables, en termes d'encours, aux réserves de change des banques centrales des principales régions émergentes (Amérique latine, Moyen-Orient, Asie du Sud-Est) ou encore aux actifs sous gestion des dix plus gros fonds obligataires privés mondiaux.

Les conséquences macroéconomiques de cette thésaurisation ne sont pas négligeables. En orientant une ressource rare comme le capital vers des usages peu productifs, les *Big Tech* pourraient nuire à la croissance potentielle de l'économie en ralentissant les gains de productivité. Par leur allocation conservatrice du capital, les géants du numérique entretiennent également la tendance séculaire de baisse des taux d'intérêt réels sans risque qui contraint les marges de manœuvre des banques centrales et contribue à la hausse des inégalités en raison de l'accroissement des primes de risque. Il est donc temps que responsables politiques et experts des politiques publiques s'intéressent à ce sujet.

### Les 20 principaux actionnaires institutionnels du Top 10 Tech US (agrégé)

en pourcentage de la capitalisation boursière totale

1.	Vanguard Group	Gestionnaire d'actifs	US	6,9%
2.	BlackRock	Gestionnaire d'actifs	US	6,1%
3.	State Street Corporation	Gestionnaire d'actifs	US	3,9%
4.	Fidelity Investments	Gestionnaire d'actifs	US	3,2%
5.	Capital Group Companies	Gestionnaire d'actifs	US	3,0%
6.	T. Rowe Price	Gestionnaire d'actifs	US	2,0%
7.	Northern Trust	Gestionnaire d'actifs	US	1,2%
8.	BNY Mellon	Gestionnaire d'actifs	US	1,1%
9.	Geode Capital Management	Gestionnaire d'actifs	US	1,1%
10.	Invesco	Gestionnaire d'actifs	US	1,0%
11.	Wellington Management	Gestionnaire d'actifs	US	1,0%
12.	Norges Bank	Banque centrale	NO	1,0%
13.	JP Morgan Chase	Banque universelle	US	0,9%
14.	Morgan Stanley	Banque d'investissement	US	0,8%
15.	TIAA*	Gestionnaire d'actifs	US	0,8%
16.	GPIF**	Fonds de pension	JP	0,8%
17.	Bank of America	Banque universelle	US	0,7%
18.	Berkshire Hathaway	Société d'investissement	US	0,7%
19.	UBS	Banque privée	SZ	0,7%
20.	Goldman Sachs	Banque d'investissement	US	0,5%
-	<b>Top 20</b>	-	-	<b>37,3%</b>

#### Notes

\*TIAA - Teachers Insurance and Annuity Association

\*\*GPIF - Government Pension Investment Fund

#### Actionnaires non américains

Figure 8 – © Hyppolite et Michon (2018).