Recherche économique et stratégies d'investissement

Etats-Unis

29 novembre 2011

Etude

Jean-Baptiste Pethe
+33 1 42 99 23 24
jean-baptiste.pethe@exanebnpparibas.com

Marges des entreprises : une perspective de long terme

► **Les marges des entreprises américaines ont battu de nouveaux records**

Dans le secteur non financier, elles ont atteint 15,0 % au T3, soit 0,5 point de plus que le précédent pic de 2006. Cette performance est d'autant plus remarquable que la croissance des revenus nationaux a été modeste (0,4 % trimestriel annualisé). Si la progression des marges est une bonne nouvelle car elle suggère une certaine capacité d'absorption des chocs macro-économiques à court terme, elle se fait aussi aux dépends de la progression des revenus salariaux et donc de la demande finale.

► **Nous montrons ici que les marges évoluent selon des cycles longs (plusieurs décennies)**

Dans le cycle long actuel, initié en 1982, les marges suivent une tendance haussière. La politique de désinflation, la dérégulation et la globalisation ont contribué à la baisse du pouvoir de négociation des salariés. Plus récemment, le dégonflement de la bulle de crédit a durablement réduit les perspectives de demande. Comme dans les années 1930 ou le Japon des années 1990, les profits des entreprises sont peu réinvestis et le chômage tendanciellement élevé nuit à la progression des salaires.

► **Un « retour à la moyenne » des marges prendra donc du temps**

Notre analyse des cycles de long terme montre qu'un nouveau cycle de capital doit être enclenché dans les pays développés afin de retrouver une croissance davantage tirée par les salaires. Par conséquent, le « retour à la moyenne » des marges aura lieu quand le monde sera plus « inflationniste » et plus équilibré à l'échelle mondiale. Ceci peut prendre au moins une dizaine d'années.

► **Ce retour tendanciel à la moyenne des marges ne sera pas nécessairement une mauvaise nouvelle pour les marchés actions**

Le « retour à la moyenne » des marges n'est pas un problème s'il s'accompagne d'un redressement de la demande. Nous donnons comme exemple la période des années 1950 et 1960 aux Etats-Unis : les marchés actions ont connu leur âge d'or par rapport aux obligations malgré une légère baisse tendancielle des marges.

Please refer to important disclosures at the end of this report.

Available on the App Store

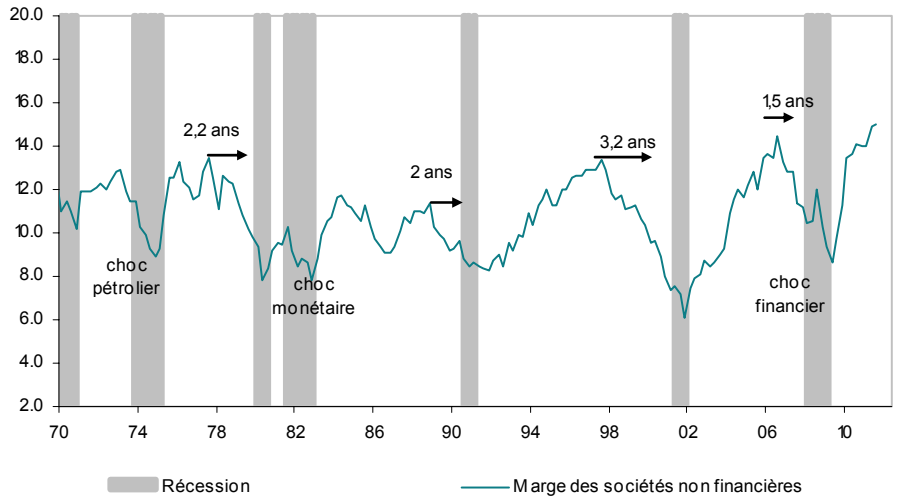
EXANE BNP PARIBAS

Les marges des entreprises au plus haut

Les marges des entreprises non financières américaines ont atteint des nouveaux sommets au T3 2011. Elles se situent 0,5 point au-delà du précédent pic de 2006, qui avait déjà battu les records depuis plus de 30 ans (graphique 1). Cette performance est d'autant plus remarquable que la croissance des revenus nationaux a été modeste (0,4 % trimestriel annualisé). Les entreprises ont donc été capables d'accroître leurs marges même dans un environnement de croissance faible.

Graphique 1 : Les marges des entreprises à des niveaux record

Taux de marge des sociétés non financières (%)



Source : BEA

Cette progression des marges est à double tranchant. D'un côté, elle constitue une bonne nouvelle dans la mesure où elle donne aux entreprises une certaine capacité d'absorption des chocs macro-économiques à court terme. En effet, le graphique précédent montre qu'une récession intervient en général plusieurs années après le pic des marges. Les exceptions notables sont 1974 et 1982 où des récessions ont été causées par des chocs exogènes (choc pétrolier et choc monétaire).

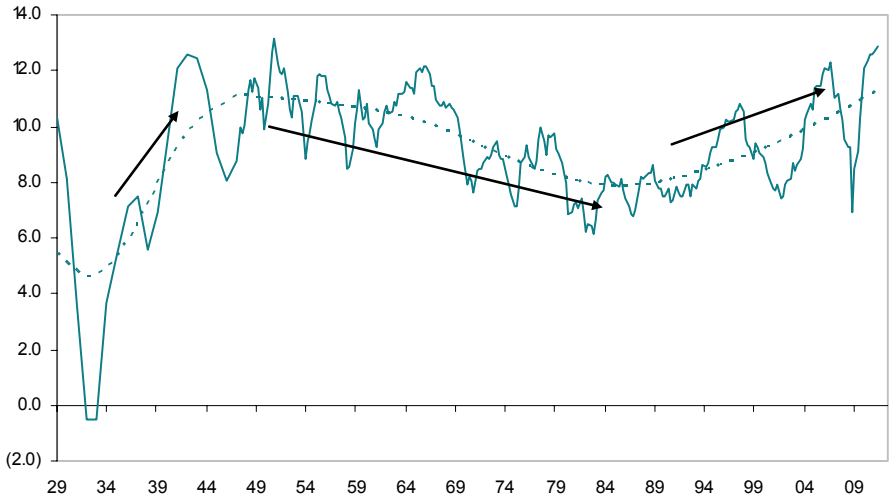
D'un autre côté, la progression des marges se fait aussi au détriment de la progression des revenus salariaux et donc de la demande finale. Le revenu disponible brut réel a décliné de 2,1 % en rythme annualisé au T3 et de 0,2 % sur un an. Cela est largement insuffisant pour permettre aux ménages de consommer et de se désendetter. Si la baisse récente du taux d'épargne (à 3,5 %) a permis de soutenir la consommation, elle retarde aussi le processus de désendettement des ménages.

Les cycles longs des marges des entreprises

En fait, les marges des entreprises semblent évoluer selon des tendances longues qui vont au-delà des cycles conjoncturels. Les marges ont rebondi après la Grande Dépression jusqu'en 1950, puis ont tendanciellement décliné jusqu'en 1982. Dans le cycle long actuel, initié en 1982, les marges suivent une tendance haussière (graphique 2).

Graphique 2 : Les cycles longs des marges

Profits des entreprises américaines non financières (en % du PIB non financier)



Source : BEA

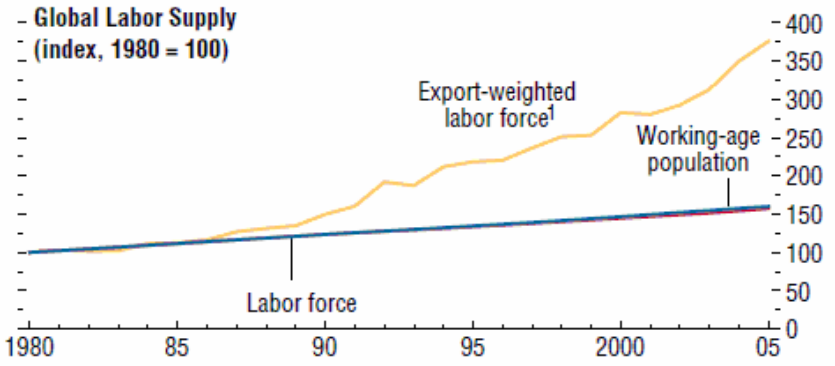
Plusieurs éléments peuvent être à l'origine de ces évolutions : tendances des gains de productivité et de l'inflation, progrès technologique, syndicalisation, mondialisation, etc. Mais in fine le partage de la valeur ajoutée se résume toujours au rapport de force entre les salariés et les entreprises dans la fixation des salaires.

Facteurs institutionnels et mondialisation depuis 1980

Dans les années 1980 et 1990, la politique de désinflation, la dérégulation, la désyndicalisation et la globalisation ont été les principaux facteurs de la baisse du pouvoir de négociation des salariés. Pour illustrer ce dernier élément, le FMI estime que la population active mondiale pondérée par le poids des exportations dans les pays a quadruplé entre 1980 et 2005 (graphique 3). Les progrès technologiques ont potentiellement joué en favorisant la substitution du travail au capital, mais cela est plutôt difficile à démontrer (voir annexe).

Graphique 3 : Une explosion de la population active intégrée au commerce mondial

Indice de l'offre de travail agrégée au niveau mondial*



**Main d'œuvre pondérée par les ratios d'exportations / PIB*
Source : FMI

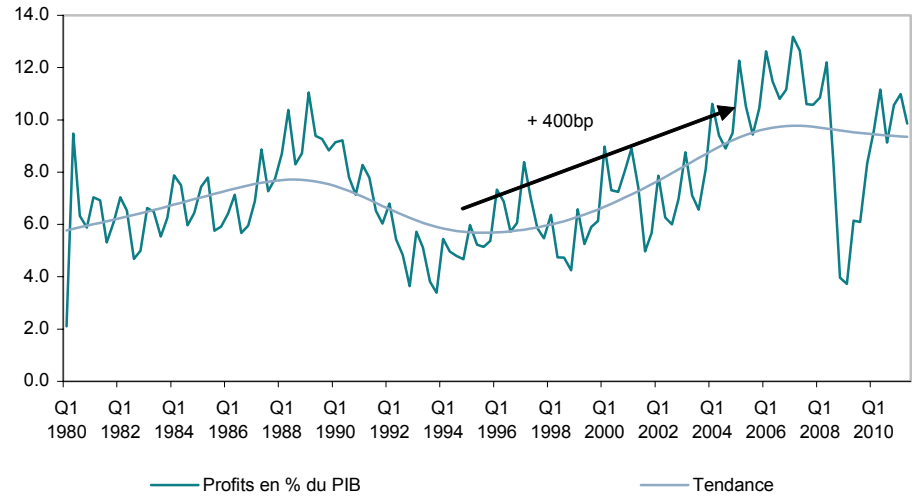
Régimes déflationnistes

Plus récemment, le dégonflement de la bulle de crédit a durablement réduit les perspectives de demande domestique. Dans les régimes de désendettement, le taux d'utilisation des capacités et la profitabilité anticipés restent faibles. Les entreprises ne sont donc pas enclines à investir, même lors des phases de reprise. D'un autre côté, elles peuvent réduire leurs coûts salariaux en demandant à leurs employés davantage de gains de productivité et/ou une plus faible progression salariale. Tout cela conduit à une profitabilité en hausse, hors retour en récession bien évidemment.

L'exemple des années 1930 aux Etats-Unis est typique de ces régimes de désendettement (voir graphique 2). L'exemple du Japon est également intéressant. La part des profits dans l'économie y a également augmenté fortement entre 1995 et 2007 pour atteindre des niveaux record (graphique 4). La baisse des coûts unitaires du travail s'est d'abord faite principalement via des gains de productivité élevés, puis dans le début des années 2000 par une baisse marquée des salaires horaires (graphique 5).

Graphique 4 : Redressement des marges dans la déflation japonaise

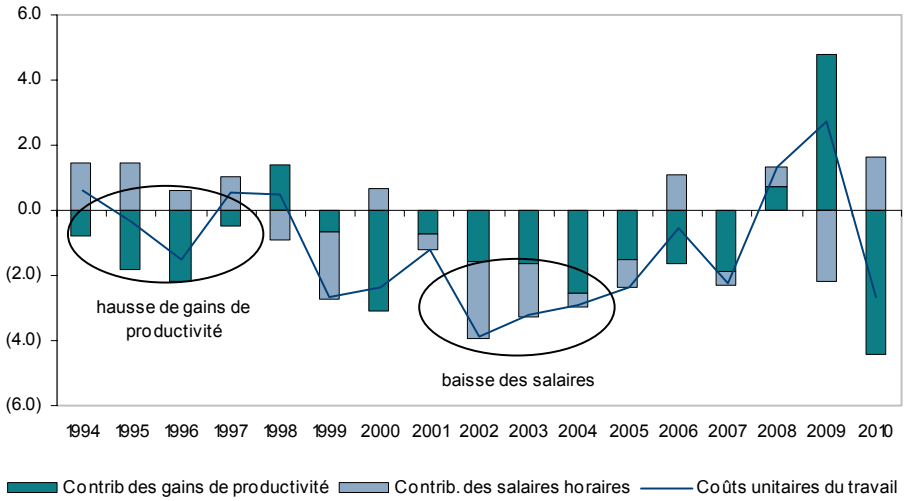
Profits en % du PIB au Japon



Source : Cabinet Office, Ministry of Finance, Japan

Graphique 5 : Les deux étapes de la baisse des coûts unitaires du travail

Décomposition de l'évolution des coûts unitaires du travail au Japon (glissement annuel, %)



Source : OCDE, Exane BNPP

Un « retour à la moyenne » prendra au moins une dizaine d'années

Au vu de ce qui précède, nous pensons que les marges des entreprises ne baisseront tendanciellement que lorsque que le monde sera 1/ plus « inflationniste » (demande structurellement robuste), 2 / plus équilibré à l'échelle mondiale.

Un régime plus « inflationniste »

Le retour d'une demande finale structurelle robuste réduirait les marges des entreprises par deux canaux. D'une part, les ménages pourraient retrouver davantage de pouvoir de négociation pour la fixation des salaires si le chômage était tendanciellement plus faible. D'autre part, les entreprises seraient incitées à investir davantage, contribuant à renforcer la demande domestique. En somme, ce cercle vertueux serait l'opposé de celui observé récemment. Dans ce contexte, les gains de productivité pourraient être mieux répartis entre profits et salaires.

Cette tendance s'accélérerait si les politiques monétaires devenaient moins rigoureuses sur le ciblage de l'inflation. Cela peut paraître très peu probable aujourd'hui, tant le consensus est fort pour un ancrage des anticipations d'inflation sur des niveaux très faibles. Mais en supposant que les problèmes d'endettement public et privé deviennent inacceptables aux yeux de la société, la « solution » inflationniste pourrait être souhaitée ou tolérée par certains pays et banques centrales. Une cible d'inflation plus élevée donnerait un peu plus d'air pour les « effets de second tour » sur les salaires.

Enfin, des changements institutionnels ou politiques pourraient favoriser un retour de l'inflation salariale. On peut penser à une hausse de la fiscalité pour les entreprises, une re-régulation de la finance pour desserrer la contrainte de rentabilité sur les marchés actions, ou une résurgence du pouvoir des syndicats. Toutefois, toute action isolée d'un pays n'aurait sans doute pas d'impact car les capitaux et les entreprises pourraient se relocaliser dans des zones plus favorables. Ce scénario paraît donc peu probable à moyen terme.

Une mondialisation plus équilibrée

Cet élément est bien évidement lié au premier. S'il devient moins avantageux de délocaliser des entreprises dans le monde émergent et si les importations de ces pays deviennent moins compétitives, les salariés des pays développés regagneront du pouvoir de négociation dans la fixation des salaires.

Si l'on simplifie en prenant uniquement la Chine comme pays émergent, on observe actuellement une convergence très graduelle des coûts unitaires du travail. Les coûts unitaires Chinois sont actuellement estimés à environ 40 % de ceux observés aux Etats-Unis et le différentiel de croissance annuelle est de 8 %. A ce rythme, une convergence aura lieu en 12 ans. Une inflation plus forte en Chine ou une appréciation plus rapide du CNY accélérerait ce rythme (tableau 1). Le protectionnisme pourrait aussi accélérer le rééquilibrage, à l'instar d'une appréciation plus rapide du taux de change.

Tableau 1: Scénarios de rééquilibrage entre coûts unitaires du travail chinois et US

Calcul du temps de convergence des coûts unitaires du travail

	Scénario central	Scénario déflation US - surchauffe Chine	Scénario rééquilibrage
Coûts unitaires du travail en Chine en 2010 (% des coûts US)	40%	40%	40%
Appréciation annuelle du CNY/USD	5%	0%	10%
Croissance des salaires nominaux chinois	15%	20%	15%
Croissance de la productivité chinoise	10%	10%	10%
Croissance des coûts unitaires du travail en Chine (en USD)	10%	10%	15%
Croissance des coûts unitaires du travail aux US	2%	0%	3%
Différentiel annuel	8%	10%	12%
Durée de convergences des coûts unitaires (ans)	12	10	8

Source : Exane BNP Paribas

Bien sûr, la mondialisation ne s'arrête pas à la Chine. La main d'œuvre intégrée au commerce mondial pourrait continuer de croître à un rythme élevé, continuant à exercer une pression à la baisse sur les salaires mondiaux. Néanmoins il sera difficile de voir une intégration aussi rapide et massive que celle de la Chine lors des 20 dernières années.

Une analyse des cycles de long terme

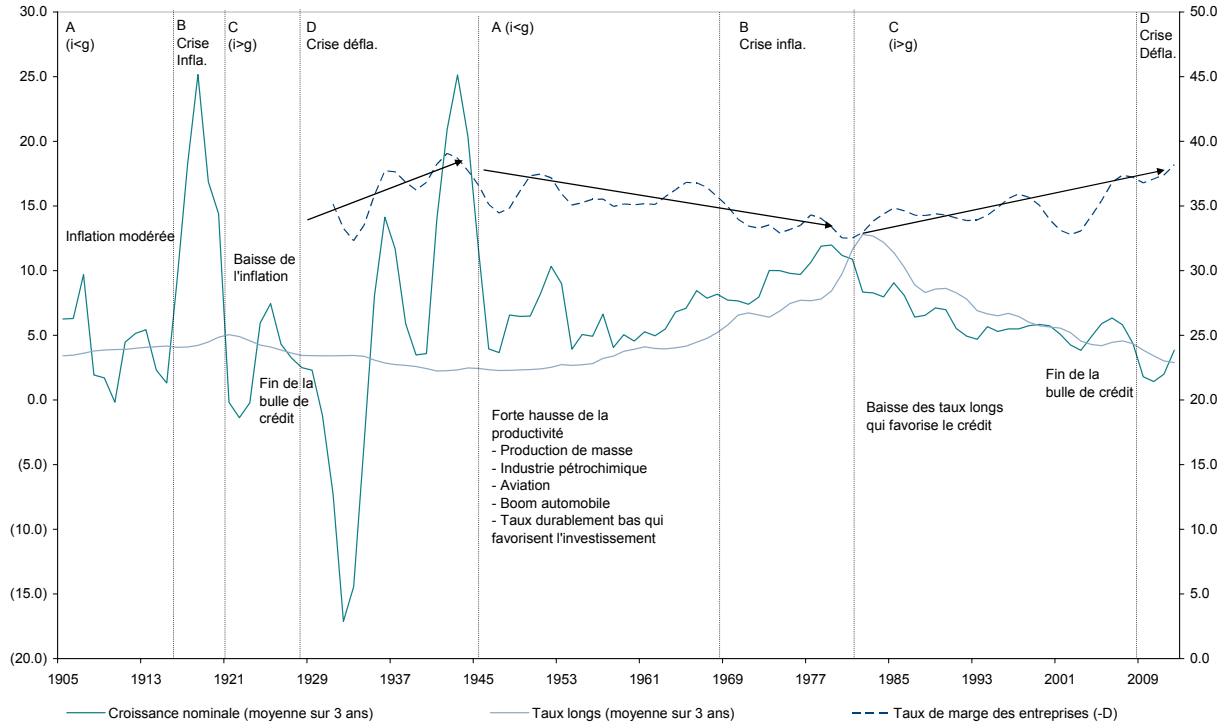
Notre analyse des cycles de long terme établit l'existence de quatre cycles longs qui se succèdent dans le temps[1]. L'évolution tendancielle des marges des entreprises suivent ces cycles. Nous sommes actuellement dans la phase « D », déflationniste, similaire à la période 1929-1942. La phase A est la période d'investissement élevé qui correspond aux Trente Glorieuses, la phase B à l'environnement inflationniste des années 1970 et la phase C à la période désinflationnistes des années 1980-1990.

Comme l'illustre le graphique 6, les marges ont tendance à augmenter dans les périodes déflationnistes (D) et désinflationniste (C), mais à diminuer dans les périodes de croissance tirée par les salaires (A) et les périodes inflationnistes (B).

1 Voir par exemple notre étude « Causes et conséquences de la crise », 15 avril 2009

Graphique 6 : L'évolution des marges des entreprises suit les cycles de long terme de capitaux

Croissance nominale vs. taux longs aux Etats-Unis (%) avec différents régimes de croissance



Source : Exane BNP Paribas

Le vrai (et seul) problème des marchés actions est la faiblesse de la demande

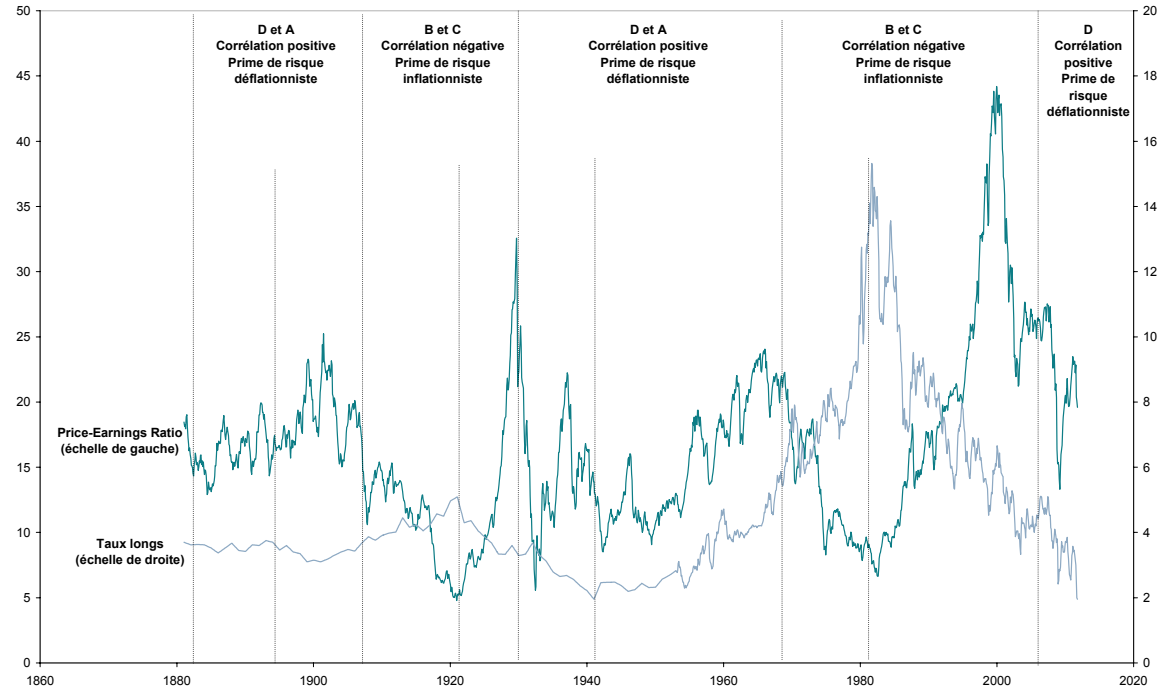
Le « retour à la moyenne » des marges est redouté par certains analystes car il s'additionnerait aux faibles perspectives macro-économiques des pays développés dans les 5 à 10 prochaines années. Le résultat serait une faiblesse chronique de la croissance des profits, conduisant nécessairement à un de-rating prolongé des marchés actions.

Si nous sommes entièrement d'accord sur les faibles perspectives macro-économiques des pays développés à moyen terme, ce qui pèsera sans doute sur la valorisation des marchés actions, nous pensons que les problèmes ne s'additionnent pas aussi simplement. En effet, si le « retour à moyenne » des marges s'accompagne par un environnement plus inflationniste et par une mondialisation plus équilibrée, cela signifiera que le problème de faiblesse de la demande mondiale sera moins aigu. En d'autres termes, si le partage de la valeur ajouté se déforme en faveur des salaires, cela peut être une bonne nouvelle pour le désendettement des ménages et les perspectives de demande finale, et donc les marchés actions.

Un exemple historique illustre clairement ce point. Entre 1942 et 1967, les marges des entreprises américaines ont baissé tendanciellement. Néanmoins, cette période a marqué l'âge d'or des actions par rapport aux obligations. Les P/E ajustés du cycle ont augmenté de 8,9 à 23,7 au moment où les taux longs augmentaient de 2,3 % à 5,2 % (graphique 7). La surperformance relative a été de 20x, la plus forte surperformance du XXème siècle (graphique 8). Certes, cette période a été marquée par une très forte croissance nominale et réelle, qu'il sera peut-être difficile de rééditer. Mais cet exemple montre que la fin des régimes déflationnistes est très porteuse pour les marchés actions, même si elle marque l'arrêt de la hausse des marges.

Graphique 7 : Re-rating puissant des marches actions dans les années 1950-1960

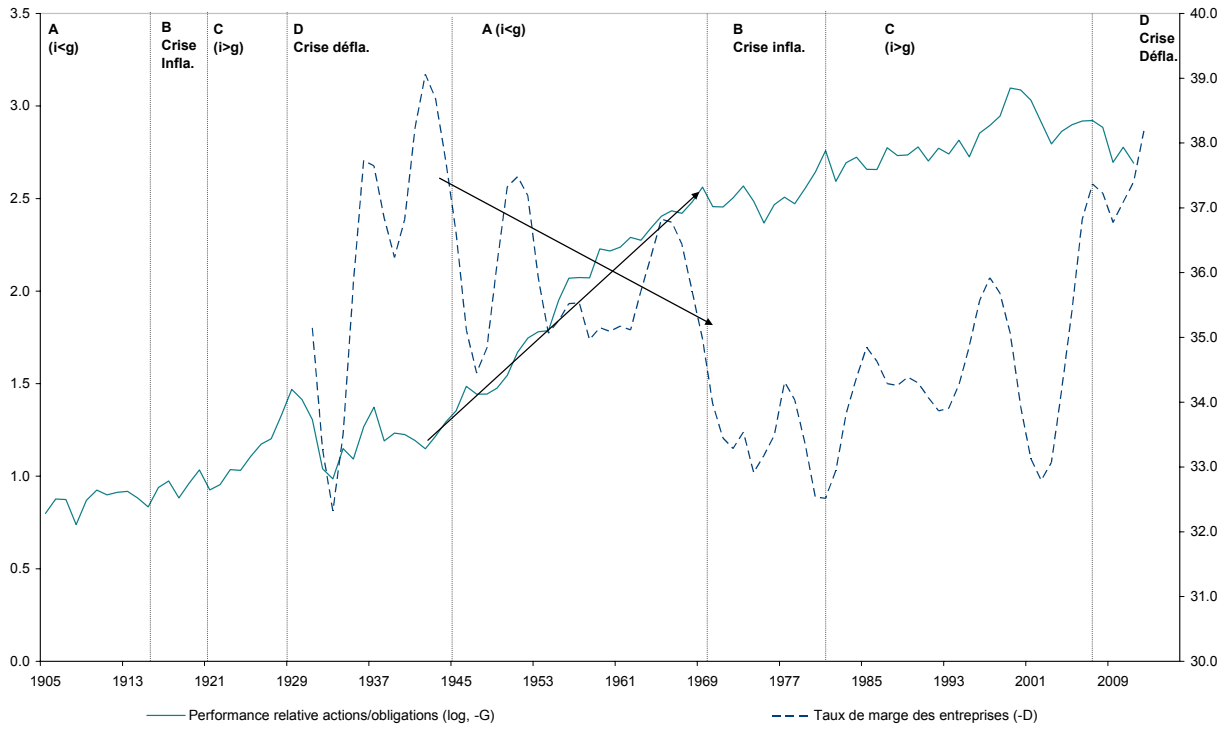
P/E ajustés du cycle vs. Taux longs aux Etats-Unis



Source : Shiller, Exane BNP Paribas

Graphique 8 : L'âge d'or des marches actions a été une période de baisse tendancielle des marges

Performance relative des marches actions vs. Obligations et taux de marges des entreprises américaines



Source : Shiller, BEA, Exane BNP Paribas

Annexe – Le rôle de la technologie dans la hausse des marges

Théorie néo-classique de la production

Les économistes ont souvent étudié la question du partage de la valeur ajoutée en s'appuyant sur la théorie néo-classique de la production et de la répartition. Selon cette théorie, la rémunération des facteurs de production dépend de leur productivité marginale qui se déduit de la fonction de production $Y = f(K, L)$. L'idée sous-jacente est que les entreprises maximisent leur profit en adoptant la combinaison productive optimale.

Dans le cas d'une fonction de production simple de **type Cobb-Douglas**, $Y = A K^a L^{1-a}$, la part relative des facteurs est constante : *a* pour le capital et 1-*a* pour le travail.

Dans le cas d'une fonction de production à **élasticité de substitution constante** *s*, (autrement dit *s* est le rapport entre une variation de la combinaison productive et une variation du coût relatif des facteurs) on peut montrer que la variation de la part des salaires sur la part des profits est $(1-s)/s * d(K/L)$, d indiquant la dérivée. Ainsi :

- Si l'élasticité de substitution est supérieure à 1, une hausse relative du coût du travail entraîne une hausse du capital par tête et à moyen terme une réduction de la part salariale (sur-réaction de la combinaison productive) ;

- Si l'élasticité de substitution est inférieure à 1, il est plus difficile de substituer du capital du travail ; la part salariale augmente à moyen terme quand le coût relatif du travail augmente.

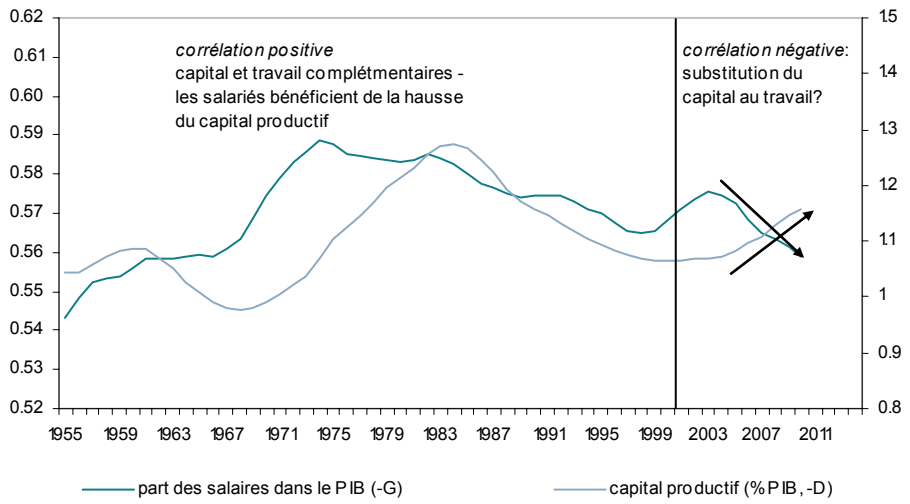
Application à la période récente

Cette théorie a été utilisée pour éclairer les raisons de la hausse tendancielle des marges dans les années 1980 à 2000. Selon cette explication, les entreprises ont fait face à une hausse continue du coût du travail dans les années 1970 dû à l'effet conjoint du ralentissement des gains de productivité et de l'indexation des salaires sur les prix à la consommation. Pendant les années 1980 à 2000, les entreprises auraient sur-réagi à cette hausse des coûts en substituant du capital au travail grâce aux nouvelles technologies de l'information. A l'arrivée de cette substitution, la part des profits dans la valeur ajoutée aurait été plus grande qu'initialement.

Cette explication est séduisante d'un point de vu théorique. Toutefois, les effets de substitution sont très difficiles à estimer empiriquement. Sur les statistiques disponibles une rupture semble se dessiner à la fin des années 1990 entre la relation entre capital productif et part des salaires dans le PIB, ce qui tendrait à confirmer qu'une substitution du capital au travail ait eu lieu (graphique 9). Néanmoins, cette approche n'explique pas pourquoi les progrès technologiques peuvent par moment profiter aux salariés et en d'autres moments profiter aux actionnaires. C'est pourquoi nous privilégions l'affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés comme explication première de l'évolution des marges aux Etats-Unis depuis 30 ans.

Graphique 9 : Possible substitution capital-travail dans le début des années 2000

Part des salaires dans le PIB et capital productif (% PIB, lissé sur 6 ans)



Source : BEA

LONDON
Exane Ltd
1 Hanover Street
London W1S 1YZ
UK
Tel: (+44) 207 039 9400
Fax: (+44) 207 039 9440

PARIS
Exane S.A.
16 Avenue Matignon
75008 Paris
France
Tel: (+33) 1 44 95 40 00
Fax: (+33) 1 44 95 40 01

BRUSSELS
Branch of Exane S.A.
Ravenstein 29
1000 Brussels
Belgium
Tel: (+32) 2 400 3750
Fax: (+32) 2 400 3751

FRANKFURT
Branch of Exane S.A.
Europa-Allee 12, 3rd floor
60327 Frankfurt
Germany
Tel: (+49) 69 42 72 97 300
Fax: (+49) 69 42 72 97 301

GENEVA
Branch of Exane S.A.
Rue du Rhône 80
1204 Geneva
Switzerland
Tel: (+41) 22 718 65 65
Fax: (+41) 22 718 65 00

MADRID
Branch of Exane S.A.
Calle Serrano 73
28006 Madrid
Spain
Tel: (+34) 91 114 83 00
Fax: (+34) 91 114 83 01

MILAN
Branch of Exane S.A.
Via dei Bossi 4
20121 Milan
Italy
Tel: (+39) 02 89 63 17 13
Fax: (+39) 02 89 63 17 01

NEW YORK
Exane Inc.
640 Fifth Avenue
15th Floor
New York, NY 10019
USA
Tel: (+1) 212 634 4990
Fax: (+1) 212 634 5171

SINGAPORE
Branch of Exane Ltd
6 Battery Road #39-09
Singapore 049909
Tel: (+65) 6212 9055
Fax: (+65) 6212 9082

STOCKHOLM
Representative office of Exane SA
Nybrokajen 5
111 48 Stockholm, Sweden
Tel: +46 8 5629 3500
Fax: +46 8 611 1802

ZURICH
Representative office of Exane S.A.
Lintheschergasse 12
8001 Zurich
Switzerland
Tel: (+41) 1 228 66 00
Fax: (+41) 1 228 66 40

Localisation des analystes : L'indicatif situé devant les coordonnées téléphoniques permet de connaître à quel bureau sont rattachés les analystes : Londres R-U pour les numéros de téléphone débutant par +44; Paris, France +33; Bruxelles, Belgique +32; Frankfort, Allemagne +49; Genève, Suisse +41; Madrid, Espagne +34; Milan, Italie +39; New York, Etats-Unis +1; Singapour +65; Stockholm, Suède +46; Zurich, Suisse +41.

All Exane research documents are available to all clients simultaneously on the Exane website (www.exanebnpparibas.com/arbitrage). Most published research is also available via third-party aggregators such as Bloomberg, Multex, Factset, Capital IQ and The Markets.com. Exane is not responsible for the redistribution of research by third-party aggregators.

Important notice: Please refer to our complete disclosure notice available on www.exane.com/compliance

This research is produced by EXANE SA and / or EXANE LTD ("EXANE") on behalf of themselves. EXANE SA is regulated by the "Autorité des Marchés Financiers" (AMF) and EXANE LTD is regulated by the "Financial Services Authority" (FSA). In accordance with the requirements of FSA COB 7.16.7R and associated guidances "Exane's policy for managing conflicts of interest in relation to investment research" is published on Exane's web site (www.exane.com). Exane also follows the guidelines described in the code of conduct of the AFEI (Association Francaise des Entreprises d'Investissement) on "managing conflicts of interest in the field of investment research". This code of conduct is available on Exane's web site (www.exane.com).

This research is solely for the private information of the recipients. All information contained in this research report has been compiled from sources believed to be reliable. However, no representation or warranty, express or implied, is made with respect to the completeness or accuracy of its contents, and it is not to be relied upon as such. Opinions contained in this research report represent Exane's current opinions on the date of the report only. Exane is not soliciting an action based upon it, and under no circumstances is it to be used or considered as an offer to sell, or a solicitation of any offer to buy.

While Exane endeavours to update its research reports from time to time, there may be legal and/or other reasons why Exane cannot do so and, accordingly, Exane disclaims any obligation to do so.

This report is provided solely for the information of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this report and Exane accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

ANALYST CERTIFICATION: all of the views expressed in the research report accurately reflect the research analyst's personal views about any and all of the subject securities or issuers of this research report. No part of the research analyst's compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by the research analyst in this research report.

This report may not be reproduced, distributed or published by any recipient for any purpose. Any United States person wishing to obtain further information or to effect a transaction in any security discussed in this report should do so only through Exane Inc., which has distributed this report in the United States and, subject to the above, accepts responsibility for its contents.

BNP PARIBAS has acquired an interest in VERNER INVESTISSEMENTS the parent company of EXANE. VERNER INVESTISSEMENTS is controlled by the management of EXANE. BNP PARIBAS's voting rights as a shareholder of VERNER INVESTISSEMENTS will be limited to 40% of overall voting rights of VERNER INVESTISSEMENTS.

EXANE BNP PARIBAS