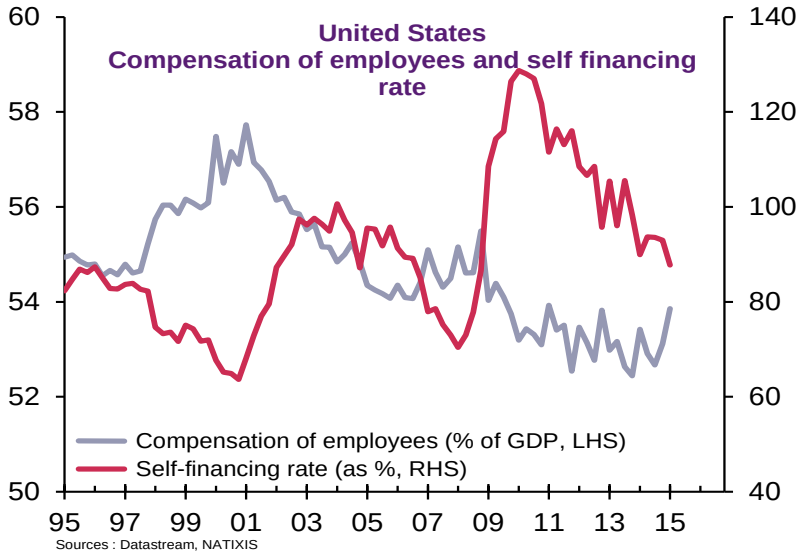
22 juin 2015

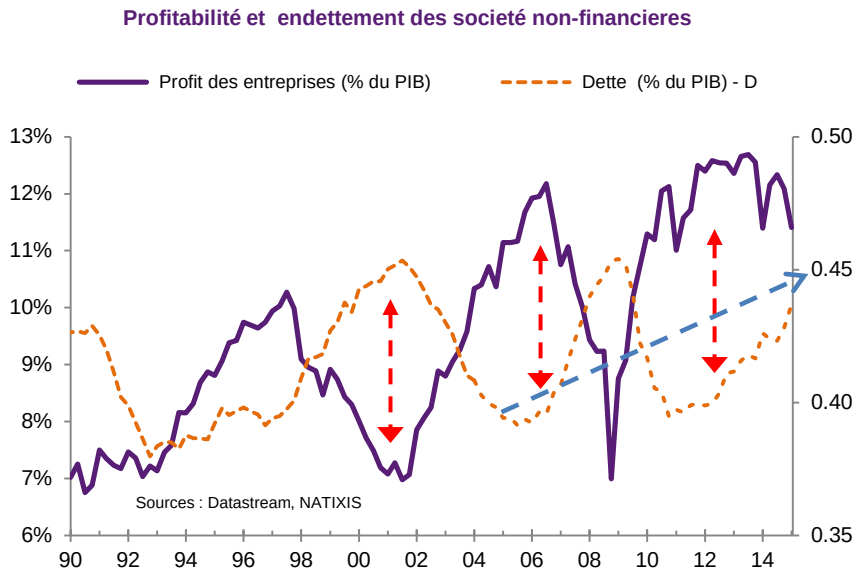
Part des Profits dans le PIB et Croissance: Quels Signaux ?

De nombreux investisseurs ont exprimé leur inquiétude concernant le déclin récent de la part des profits dans le PIB, susceptible d'entraîner selon eux un sévère ralentissement de l'économie américaine, sinon une récession. Historiquement, les récessions ont été déclenchées par une chute de la part des profits dans le PIB total, en raison de la pression sur les marges exercée par la hausse des salaires. Combiné au resserrement des conditions monétaires il contribuerait également à la réduction des dépenses d'investissement. Cependant :

1. Un tel scénario ne s'est pas manifesté depuis le milieu des années 1990, la part des rémunérations dans le PIB n'étant pas parvenue à se redresser durant les périodes consécutives à une récession. Comme illustré ci-dessous, la dernière récession déclenchée par une hausse des rémunérations remonte à la fin des années 1990.

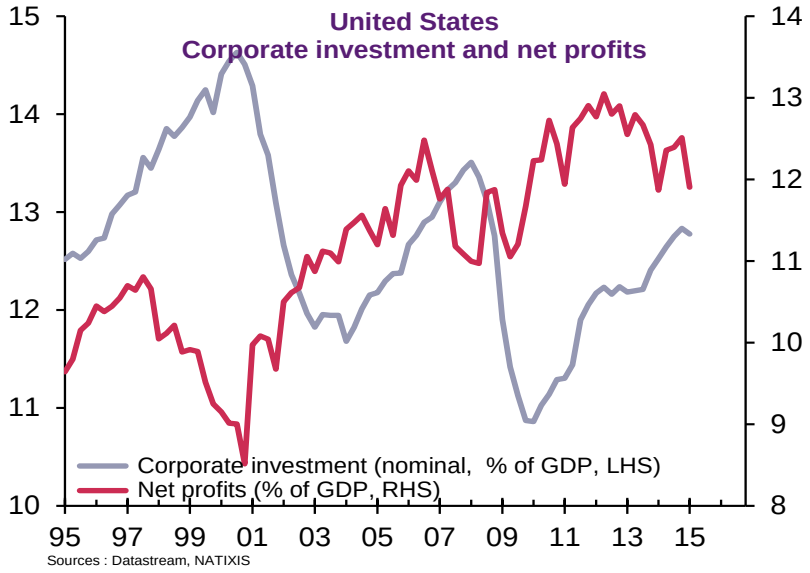


2. Un recul de la part des profits dans le PIB n'implique pas une insuffisance de financement des investissements. Le financement externe est généralement limité en fin de récession (prudence des banques et des prêteurs), mais les conditions de financement tendent à s'améliorer significativement avec l'accélération de l'activité économique, ce qu'illustre clairement le graphique ci-dessous : la dette des sociétés non financières sur le marché du crédit augmente lorsque la part du profit dans le PIB diminue.



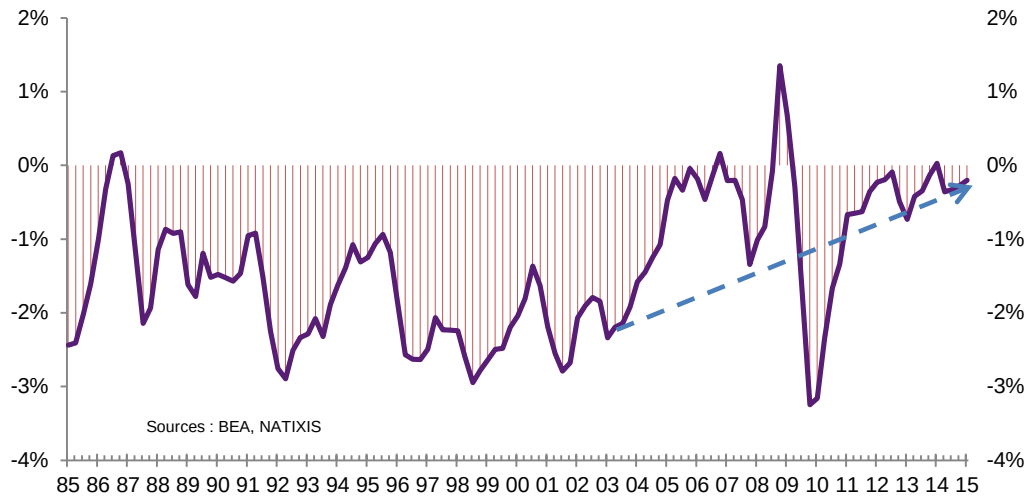
Il est assez intéressant de noter que la part des profits dans le PIB est restée élevée durant de nombreuses années, contrairement aux pics précédents qui ne duraient que quelques trimestres.

Au cours des années précédant le déclin actuel, l'investissement a redémarré mais demeure, sur une base *nominale*, inférieur aux deux pics précédents.



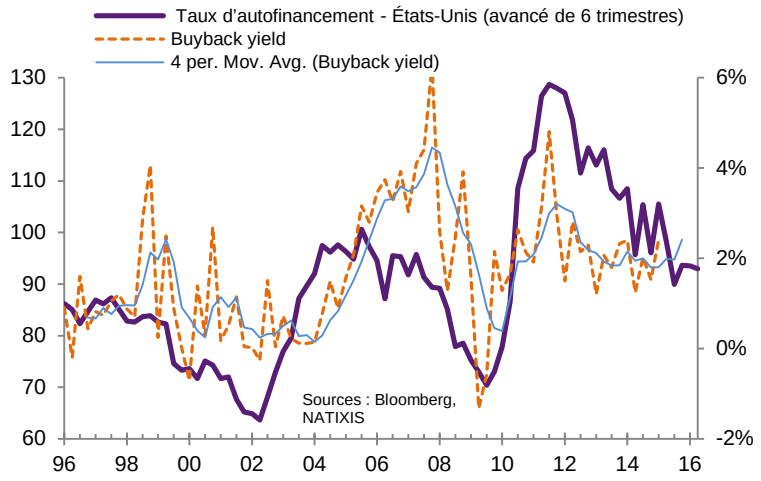
La baisse du prix relatif des biens d'investissement par rapport aux prix du PIB pourrait expliquer la hausse de l'excèdent d'épargne des entreprises (si leur investissement en volume (quantité) d'équipements reste inchangé et que les prix de l'équipement reculent fortement, la rentabilité des entreprises augmentera « automatiquement »). Le graphique ci-dessous suggère que l'illusion des prix ne suffit pas à expliquer le manque apparent d'investissement (la hausse timide du ratio d'investissement par rapport au PIB ne peut être attribuable au seul recul des prix de l'équipement). Le recul récent du déflateur d'investissement n'a pas été aussi important qu'au milieu des années 1990.

Ratio du Déflateur de l'investissement rapporté a celui du PIB



En conséquence, une partie de l'excèdent d'épargne a été utilisée pour effectuer des rachats d'actions, une tendance qui devrait s'atténuer au cours des prochains trimestres qui ne devraient pas connaître de hausse du ratio d'autofinancement (cf. ci—dessous)

Taux d'autofinancement et "buyback Yield"



<u>Conclusion</u> : la poursuite de la baisse (régulière) de la part des profits dans le PIB aux États-Unis n'est pas de mauvais augure. Il s'agit d'une évolution normale de milieu de cycle à l'heure où des signes (timides) de tension émergent sur le marché du travail. Une confirmation de cette tendance signifierait une hausse de l'endettement des sociétés non financières, une baisse des rendements de rachat et plus de croissance organique. Ces conditions pourraient s'avérer généralement moins favorables pour les actions mais impliqueraient indubitablement des arbitrages intra sectoriels.

Evariste.lefeuvre@us.natixis.com/ 212 891 6197
Catalina.krauss@us.natixis.com/ 212 891 1875