

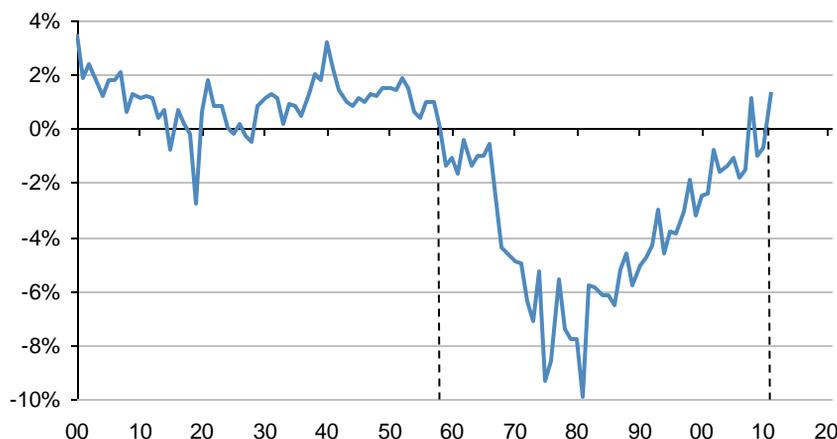
- **La source des profits record des entreprises**
- **Les restrictions budgétaires vont-elles peser sur les profits ?**
- **Les actions redeviennent des actifs de rendement**
- **La politisation des profits**
- **Graphique de la semaine : Les taux de rendement du dividende et des obligations au Royaume-Uni – retour à l'ancienne norme**

**La source des profits record des entreprises.** Cette semaine, une analyse « *sell-side* » particulièrement pertinente a retenu mon attention, celle-ci s'étant focalisée sur les risques budgétaires susceptibles d'affecter l'évolution des cash-flows disponibles des entreprises. Cette analyse m'a notamment inquiété quant à la pérennité des profits des entreprises et la probabilité de succès du rééquilibrage de l'économie mondiale. En considérant les flux de capitaux, l'analyse d'ASR a permis d'estimer dans quelle mesure les économies britannique et américaine sont susceptibles de faire l'objet d'un rééquilibrage. En comptabilité nationale, le solde de l'épargne nationale (autrement dit le solde de la balance des comptes courants) est égal aux soldes de l'épargne du secteur privé et du secteur public. La balance du secteur privé peut être divisée entre les ménages et les entreprises. Le problème posé par la Grande Crise Financière de 2008/2009 a été le besoin pressant du secteur privé d'épargner. De déficitaire, la situation financière des ménages est ainsi devenue excédentaire, tandis que, sous l'effet d'une liquidation massive des stocks et d'une réduction drastique des effectifs, les entreprises ont accru leurs excédents de manière significative. Sans réaction du gouvernement, les économies britannique et américaine se seraient littéralement effondrées et la balance des comptes courants (autrement dit le solde de l'épargne nationale) serait devenue fortement excédentaire. Cela ne s'est pas produit dans la mesure où les gouvernements respectifs ont orchestré de massives relances budgétaires. Tant et si bien que le secteur public est à présent confronté à un problème d'endettement bien trop élevé et (à terme) insoutenable, alors que les entreprises enregistrent des profits records en pourcentage du PIB.

**Les restrictions budgétaires vont-elles peser sur les profits ?** La question clé est de savoir si le désendettement en cours mènera inéluctablement à une chute des profits. Le FMI procède régulièrement à des simulations estimant le resserrement budgétaire cumulé requis sur une période de dix ans pour parvenir à stabiliser le poids de la dette publique par rapport au PIB. Il y a principalement trois moyens d'améliorer cette situation d'endettement en s'appuyant sur le reste de l'économie. Le premier moyen passerait par une diminution de l'épargne des ménages, qui consommeraient ainsi davantage. Dans un contexte de chômage élevé (en particulier chez les jeunes) au Royaume-Uni, cela semble peu probable. De plus, les ménages britanniques (et américains) ont encore des niveaux d'endettement élevés, ce qui ne permet pas d'envisager une augmentation de leur consommation susceptible de compenser l'impact des restrictions budgétaires sur l'activité économique.

### Graphique de la semaine : Les taux de rendement du dividende et des obligations au Royaume-Uni – retour à l'ancienne norme

Rendement du dividende moins le rendement obligataire, en %



### Changements observés la semaine dernière (du 11 au 18 novembre)

	Marché actions	Oblig. 10 ans (pb)	Taux de change pondéré
États-Unis	-3,8 %	-5	1,0 %
Zone euro	-3,4 %	8	-0,5 %
Roy.-Uni	-3,4 %	-4	-0,6 %
Japon	-1,4 %	-2	1,0 %
Hong Kong	-2,8 %	n/a	0,4 %

Source : Bloomberg

### Graphique de la semaine

Notre graphique de la semaine présente l'écart entre les taux de rendement du dividende et des obligations d'Etat (*Gilts*) au Royaume-Uni depuis 1900. Il montre que, jusqu'en 1959, les rendements du dividende étaient supérieurs aux rendements obligataires, ce qui constituait alors la norme. Puis, une inversion de cet écart de rendement s'est produite pour devenir la nouvelle norme durant environ cinquante ans. Cet écart s'est à nouveau inversé dans le sillage de la Grande Crise Financière, si bien que les actions sont à nouveau devenues des actifs de rendement.

Source : Barclays Equity Gilt Study 2011, Bloomberg

## Cette semaine

**États-Unis** : Lundi, les ventes de maisons anciennes en octobre sont attendues à nouveau en baisse de 4,91 à 4,8 millions d'unités, en ligne avec la faiblesse récente des demandes de prêts hypothécaires revenues au niveau de 1996. Mercredi, les commandes de biens durables devraient diminuer de 1,2 % sur le mois d'octobre, du fait de la baisse des commandes d'avions de Boeing sur le mois.

**Europe** : Mercredi, les sondages PMI de la zone euro ont nettement baissé durant les derniers mois, la crise affectant les pays périphériques ayant fini par toucher les principaux pays de la zone. En novembre, le sondage PMI manufacturier devrait ainsi ressortir en baisse de 47,1 à 46,5. Le PMI des services devrait quant à lui diminuer de 46,4 à 46,0. Jeudi, le sondage Ifo allemand devrait légèrement baisser de 106,4 à 105,2, suggérant un nouvel affaiblissement de la croissance.

**Japon** : Vendredi, l'inflation « core » en octobre devrait évoluer de 0,2 % à -0,1 % sur un an.

Le deuxième moyen consiste à déprécier la devise pour stimuler les exportations nettes et à compenser l'impact négatif du secteur public. C'est ainsi que les économies asiatiques sont parvenues à se redresser à la suite de la crise asiatique de 1997 et il en a été de même pour l'économie britannique confrontée à des restrictions budgétaires au début des années 1980. Mais la question aujourd'hui est de savoir où les exportateurs britanniques et américains exporteront leurs biens et services. La demande mondiale est anémique et les marchés émergents agrégés sont encore trop petits pour leur fournir la demande nécessaire. Le dernier moyen permettant de compenser l'impact de cette austérité budgétaire passe par les entreprises, qui peuvent tout à fait réduire leurs excédents en augmentant leurs dépenses d'investissement et leurs effectifs. D'après les données agrégées d'UBS, le rapport entre les dépenses d'investissement et le chiffre d'affaires a dernièrement légèrement augmenté mais reste toujours proche de ses plus bas niveaux depuis 20 ans, ne s'étant toujours pas redressé de la baisse enregistrée suite au pic de 2008.

**Les actions redeviennent des actifs de rendement.** La reprise timide des investissements à un moment où les bénéfices des entreprises sont à des niveaux record par rapport au PIB suggère que les entreprises favorisent leurs liquidités plutôt que leur croissance. Il n'est dès lors pas surprenant que de nombreux marchés actions offrent des taux de rendement sur les dividendes supérieurs au rendement des emprunts d'Etat à 10 ans. Notre graphique de la semaine montre l'évolution à long terme du rendement des obligations et des dividendes au Royaume-Uni, d'après l'étude « Equity-Gilt » de Barclays. L'année 2011 a été de ce point de vue là une année critique, les taux de rendement des dividendes ayant été supérieurs aux taux de rendement obligataires – pour seulement la deuxième fois en 52 ans – et peut-être sommes-nous revenus dans la situation normale qui prévalait auparavant (plutôt que dans une nouvelle situation). Dans les années 1950, les actions étaient considérées comme des produits de rendement. Ce n'est qu'à partir des années 1960 que les actions ont été considérées comme des actifs de croissance et qu'elles sont devenues durant les années 1970 un moyen de se couvrir partiellement contre l'inflation. Ainsi, nous sommes sans doute à l'aube d'une nouvelle ère et ne sommes pas surpris de voir que les produits du moment soient les fonds distribuant des revenus.

**La politisation des profits.** Tout cela soulève deux questions importantes : combien de temps la situation actuelle peut-elle perdurer et que peuvent faire nos gouvernements ? Ces derniers disposent de plusieurs options. Premièrement, ils peuvent augmenter les impôts sur les sociétés, ce qui permettrait d'améliorer le solde budgétaire aux dépens des entreprises. Deuxièmement, ils peuvent mettre en place des incitations à l'investissement de manière à stimuler les dépenses d'investissement des entreprises, comme l'ont fait les Etats-Unis. Troisièmement, ils peuvent essayer d'affaiblir leur devise de manière à stimuler les exportations (via un assouplissement monétaire quantitatif ou QE), bien que son efficacité soit sujette à caution dans une économie mondiale anémique. Quatrièmement, comme l'a suggéré Sir Samuel Brittan dans le *Financial Times*, « une campagne anti-épargne devrait être menée » (quoique certains pourraient affirmer que le QE joue ce rôle). Cette dernière option évoque le concept de la répression financière, avancée par le professeur Carmen Reinhart, qui désigne les moyens par lesquels les gouvernements vont être capables de réduire leur endettement par rapport au PIB. Une telle répression peut prendre la forme de taux d'intérêt réels négatifs, ou de mesures affectant la rentabilité du capital, mais dans tous les cas il impliquera un transfert du créateur vers le débiteur. Compte tenu des importants excédents des entreprises et de l'augmentation rapide de la rémunération de leurs dirigeants, il est tout à fait possible que les nouveaux boucs émissaires du grand public - remplaçant les « banquiers avides » - soient les « entreprises avides ».

Document produit par l'équipe  
Global Multi Asset Group de J.P.  
Morgan Asset Management.

Édité par David Shairp, Stratégiste.

Les informations contenues dans ce document ont été puisées à des sources considérées comme fiables. J.P. Morgan Asset Management ne peut cependant garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Toutes prévisions ou opinions exprimées nous sont propres à la date d'édition de ce document et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Ce document ne constitue pas une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements. JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. – Succursale de Paris, au capital social de 10.000.000 euros, inscrite au RCS de Paris n°492 956 693. 06/2011