

## Principales convictions du Conseil des experts

### “ Etats-Unis : La rentabilité et la profitabilité du capital productif des sociétés non financières



**Jean-Michel Boussemart**  
Délégué général de COE-  
Rexecode

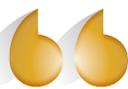
• Quelle que soit la mesure retenue, la rentabilité du capital productif des sociétés non financières américaines, appréciée à partir des comptes nationaux, baisse depuis

environ trois ans. Ceci n'empêche pas Wall Street de continuer à progresser et d'inscrire de nouveaux records. Il est vrai que les ratios mesurant cette rentabilité restent encore élevés, un peu au-dessus de leur moyenne historique.

- La baisse récente de la rentabilité doit à un recul du taux de marge des entreprises mais surtout à une baisse profonde de la productivité apparente du capital productif.
- Le taux de marge reste élevé au regard de sa moyenne

historique, il s'est néanmoins replié alors que l'inflation salariale ne s'est pas accélérée, restant modérée malgré la baisse du chômage. Il s'avère d'une part que la pression sur les prix demeure forte et d'autre part que la productivité horaire apparente de la main d'œuvre a fléchi.

- Après prise en compte des frais financiers, de l'impôt et de la distribution de dividendes, le taux d'épargne des sociétés non financières a aussi baissé au cours de ces dernières années, et davantage que le taux de marge. Il reste cependant encore au-dessus de sa moyenne historique. La baisse des cash-flows n'est pas de bon augure pour les perspectives d'investissement à venir. D'autant que depuis la sortie de crise on relève une rupture de la corrélation entre profitabilité du capital productif et effort d'investissement au détriment de ce dernier.
- Enfin si la rentabilité devait continuer de baisser, par exemple en raison d'une accélération de la hausse des coûts de main d'œuvre, Wall Street deviendrait de plus en plus vulnérable à la remontée des taux.



## Bâle 3 et Solvency 2, freins ou auxiliaires de la croissance ?



**Pierre-Henri Cassou**  
Conseiller de Convictions AM

• En réponse à la crise de 2008, les normes prudentielles applicables aux banques et aux entreprises d'assurance ont été sensiblement durcies. L'Accord

Bâle 3 et les règles « Solvency 2 » leur imposent ainsi de renforcer leur solvabilité, c'est à dire, en pratique, d'augmenter significativement le niveau de leurs ratios de fonds propres. Ces nouvelles exigences ont toutefois suscité bien des critiques. Certains estiment notamment qu'elles restreindraient le financement de l'économie et freineraient par suite la croissance.

• Ces critiques n'apparaissent guère convaincantes. Au plan des principes, on ne saurait affirmer que les insuffisances de la régulation financière ont été la cause principale de la crise de 2008 et refuser ensuite un renforcement des règles prudentielles. On ne peut non plus considérer que le financement de l'économie dépend principalement des banques et des entreprises d'assurance alors que toutes sortes de facteurs favorisent aujourd'hui la désintermédiation et qu'une part croissante de ce financement est de ce fait assurée par d'autres acteurs.

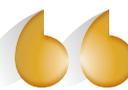
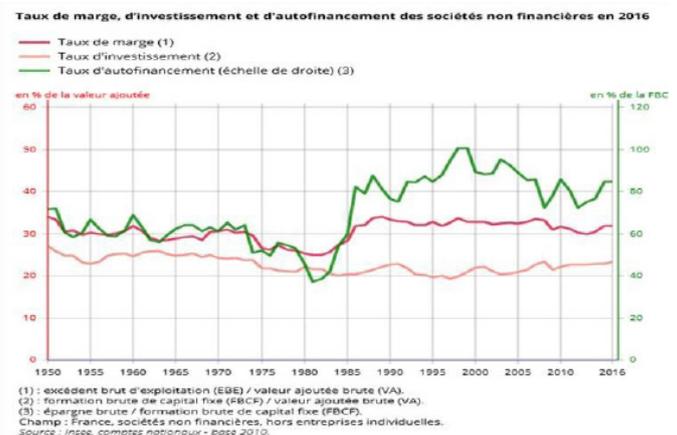
• Au plan des faits, il faut en outre constater qu'en France, on n'a guère observé de restriction du crédit au cours des dernières années. Au contraire, les encours d'emprunts des ménages aussi bien que des entreprises ont progressé plus rapidement que leurs revenus et, par suite, leurs taux d'endettement n'ont cessé de croître, alors qu'ils baissaient dans la plus grande partie de la Zone Euro. Or, malgré cette

hausse de l'endettement, la croissance de 2013 à 2016 est restée, dans notre pays, sensiblement inférieure à celle de la plupart de nos voisins, pourtant soumis aux mêmes règles prudentielles.

• On omet souvent en France de reconnaître que, dans la durée, la croissance dépend fortement du niveau de l'investissement productif et que celui-ci est lui-même déterminé, en large mesure, par la capacité d'autofinancement des entreprises. Or, depuis une quinzaine d'années, celle-ci s'est sensiblement dégradée, le taux d'autofinancement étant passé de près de 100% à la fin des années 90 à 75% en 2016.

• Une économie ne peut que bénéficier de la solidité et de la stabilité de son système financier. Bien loin de freiner la croissance, des réglementations telles que Bâle 3 ou Solvency 2 en sont des auxiliaires utiles dans la durée.

• Notre pays devrait aujourd'hui se rappeler le précepte d'Helmut Schmidt : « les profits d'aujourd'hui font les investissements de demain et l'emploi d'après-demain » comme celui de Wilfrid Baumgartner : « l'important, c'est de faire moins de bêtises que ses voisins. »



## La politique budgétaire et PIB potentiel



**Jacques Ninet**  
Ancien Directeur de la recherche et Conseiller pour la recherche du groupe La Française

• Après Minsky, réhabilité par Janet Yellen en 2009, voici Keynes invité aux débats de

l'édition 2017 du symposium annuel de la Fed de Kansas

City à travers un papier présenté par deux chercheurs de l'Université de Berkeley, intitulé Fiscal Stimulus and fiscal sustainability.

• Cette étude s'inscrit dans la ligne de celles de Summers (2012-2016) et Blanchard (2013) et explore une éventuelle relation causale entre les politiques budgétaires restrictives menées après des chocs macro et l'abaissement du PIB potentiel que l'on constate dans le monde depuis 2007.

Figure 1. US GDP

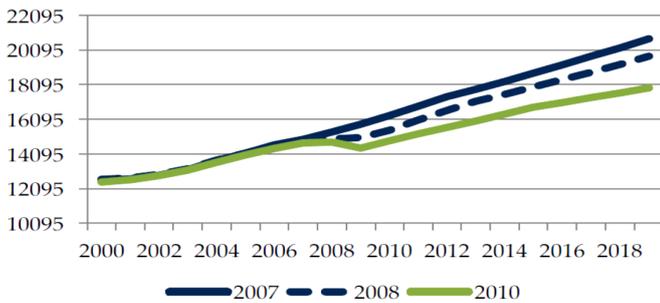
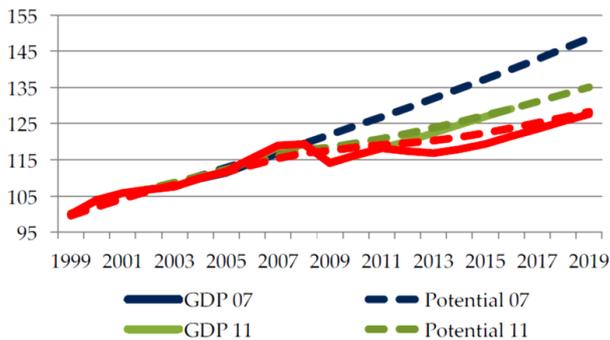


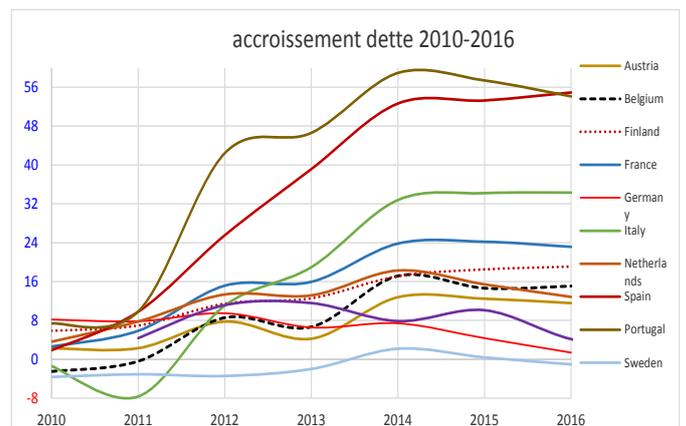
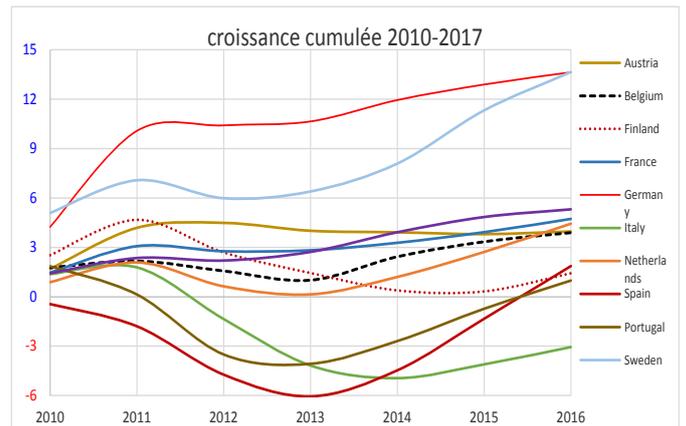
Figure 2. Revisions to Euro GDP and Potential Trend



- Aux facteurs généralement évoqués pour expliquer la « stagnation séculaire » s'ajouterait le fait que la réaction, en termes budgétaires, à une chute de la production est déterminante, d'une part parce que le multiplicateur budgétaire s'élève en période de dépression de la demande et de taux d'intérêt voisins de zéro et, d'autre part, parce que les chocs ont un effet durable, voire permanent, sur la croissance potentielle (phénomène d'hystérésis).

- Ainsi l'austérité budgétaire en période post-crise pèserait durablement sur la croissance tout en échouant à faire baisser la dette. Les trajectoires observées en Zone euro où des efforts considérables ont été entrepris après 2010 pour accroître les

excédents primaires des budgets, confirment ces conclusions théoriques.



- Ces résultats sont d'autant plus importants que face à toute crise exogène survenant dans les années à venir, la politique budgétaire sera confrontée à des niveaux de dette initiale élevés et à l'impact du vieillissement démographique sur la dépense publique. D'où l'absolue nécessité de regagner des marges de manœuvre dans le domaine monétaire.

sources : <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2017/auerbach-grodnichenko-paper.pdf?la=en>



## Marchés Émergents : performances et perspectives



**Thomas Fallon**  
Conseiller et ancien responsable de la gestion marchés émergents

- Après avoir sous-performé les marchés développés (DM) depuis 5 ans, les marchés émergents (EM), et surtout

les actions émergentes, se sont rattrapés en performance depuis 1 an. Et après plusieurs années de sorties des

fonds EM obligataires et actions, depuis 2016 les flux par les investisseurs étrangers vers les EM sont devenus de nouveau nets positifs.

- Plusieurs facteurs pourraient être à l'origine de ce retour en faveur des EM. Premièrement, le différentiel de croissance entre les pays émergents et les pays avancés, qui se rétrécissait depuis 4 ans, s'est mis à s'élargir de nouveau en faveur des EM à partir de 2015. Historiquement on constate une surperformance des marchés EM versus les marchés DM quand le différentiel de croissance augmente en faveur des EM, mais aussi à l'inverse. Un deuxième facteur est

une désinflation affichée dans toutes les grandes zones EM depuis 2015-16. La modération de l'inflation a accordé une marge supplémentaire aux assouplissements monétaires d'un certain nombre de pays EM (Brésil, Russie, Pérou Colombie...).

- Un troisième facteur est le recul du dollar cette année. Un affaiblissement du dollar est globalement favorable aux EM, allégeant le service de leurs dettes, attirant les entrées de capitaux et soutenant ou renforçant les prix des matières premières. L'appréciation de devises émergentes a ajouté à la performance en 2017 des marchés d'actions ou des obligations locales des EM exprimée en USD.

- A un moment où la FED a déjà amorcé, certes très progressivement, une phase de restriction monétaire, on pourrait se poser la question du risque d'une correction des marchés EM comme celle lors de la crise de « FED tapering » au printemps 2013. Sans exclure le risque d'une telle correction, surtout dans le cas d'un durcissement de la politique de la FOMC bien plus fort qu'attendu, nous pourrions

signaler quelques différences entre la situation des pays EM en 2013 et celle actuelle. Globalement les balances courantes externes sont plus solides actuellement qu'en 2013, les déficits externes étant presque sans exception plus faibles aujourd'hui qu'à l'époque. Du côté des marchés les indices émergents ont à peine retrouvé leurs niveaux du printemps 2013. Et les expositions des investisseurs internationaux aux marchés EM, obligataires ou boursiers, restent aujourd'hui plus faibles qu'en 2013.

- Le contexte global macroéconomique est favorable aux EM – une croissance mondiale assez synchronisée, une inflation faible, des taux d'intérêts historiquement bas et un dollar pour l'instant en recul. Le différentiel de croissance des pays EM versus les pays DM est projeté d'être maintenu, voire renforcé, en 2018. Les valorisations des marchés EM sont proches de celle de leurs moyens long-terme mais restent attractives par rapport aux classes d'actifs comparables. Plutôt qu'au sein des EM eux-mêmes, les risques du marché se trouveraient surtout en externe d'une source globale brisant l'appétit pour les actifs à risque.

Retrouvez toutes les actualités et les publications  
sur le site de Convictions Asset Management

• [www.convictions-am.com](http://www.convictions-am.com) •

**CONVICTIONS**  
*Asset Management*

15 bis rue de Marignan, 75008 Paris - Tél. : +33 (0)1 70 37 39 50 - Fax : +33(0) 1 42 25 51 18  
e-mail : [info@convictions-am.com](mailto:info@convictions-am.com). Agrément AMF : GP0800033 - RCS Paris B 494 909 906  
[www.convictions-am.com](http://www.convictions-am.com) • [http://twitter.com/convictions\\_am](http://twitter.com/convictions_am)