

Flash Economie

28 février 2020 - 255

Une correction du partage des revenus dans les pays de l'OCDE peut-elle ne pas être inflationniste et donc ne pas déclencher de crise financière ?

L'équilibre présent dans les pays de l'OCDE a les caractéristiques suivantes : le partage des revenus se déforme au détriment des salariés ; la faiblesse des hausses des salaires conduit à la faiblesse des taux d'intérêt, et cette dernière permet que le taux d'endettement soit très élevé, la hausse de l'endettement soutenant la demande et compensant ainsi la faiblesse des salaires.

Il serait préférable de se situer dans un équilibre différent, avec des salaires plus élevés et un endettement plus faible. Cet autre équilibre correspondrait à un risque de crise financière et sociale plus faible. Mais le problème est la transition de l'équilibre présent à cet autre équilibre préférable. Si la correction du partage des revenus en faveur des salariés conduit au retour de l'inflation et à la hausse des taux d'intérêt, elle va déclencher une crise financière compte tenu des niveaux d'endettement.

Tout dépend en fait de l'exigence de rentabilité du capital pour les actionnaires. S'il y a hausse plus rapide des salaires et que l'exigence de rentabilité du capital reste aussi élevée qu'aujourd'hui, il y aura hausse de l'inflation et des taux d'intérêt et crise financière. Pour que la correction du partage des revenus ne conduise pas à une crise financière, il faudrait qu'elle soit accompagnée d'une baisse de la rentabilité exigée du capital, qui permettrait qu'il y ait hausse des salaires sans hausse de l'inflation. Il s'agirait donc d'un changement des exigences du capitalisme : un rendement exigé des fonds propres plus faible permettant une hausse de la part des salaires réels dans le PIB sans inflation.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

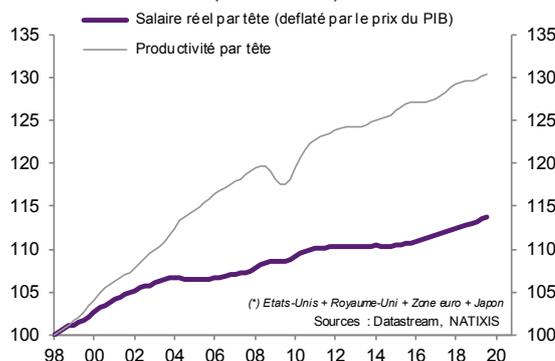
www.research.natixis.com

Les caractéristiques de l'équilibre actuel dans les pays de l'OCDE

L'équilibre économique présent dans les pays de l'OCDE est caractérisé par :

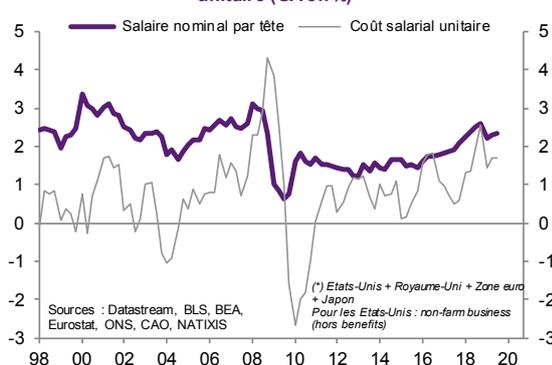
- la déformation du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 1) ;

Graphique 1
OCDE* : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1998:1)

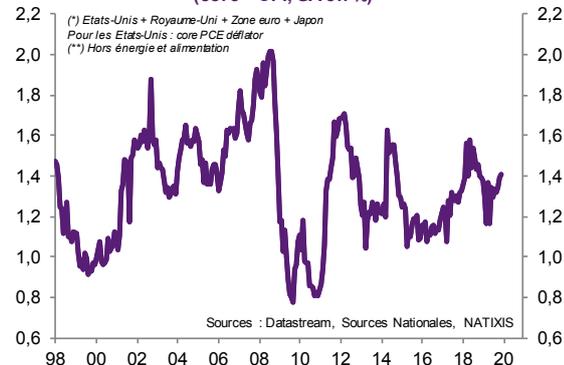


- de ce fait, la faiblesse des hausses des salaires et des coûts salariaux (graphique 2a), d'où la faiblesse de l'inflation (graphique 2b) ;

Graphique 2a
OCDE* : salaire nominal par tête et coût salarial unitaire (GA en %)

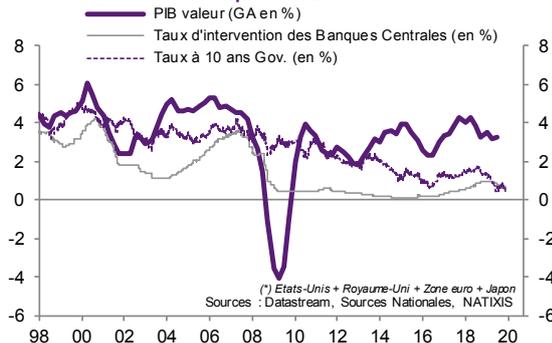


Graphique 2b
OCDE* : inflation sous-jacente (core** CPI, GA en %)

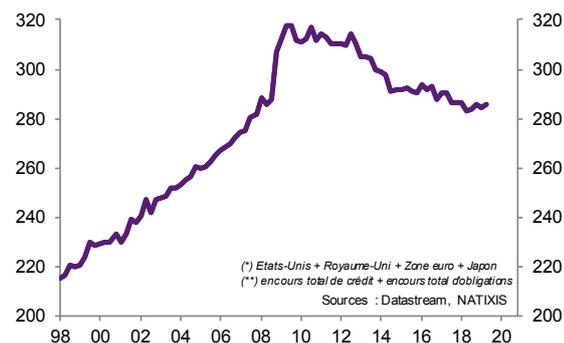


- la faiblesse de l'inflation conduit à des taux d'intérêt bas (graphique 3), et les taux d'intérêt bas permettent que le taux d'endettement soit élevé (graphique 4).

Graphique 3
OCDE* : PIB valeur, taux d'intervention des Banques Centrales et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 4
OCDE* : dette totale** (en % du PIB valeur)



Cet équilibre est cohérent : la faiblesse des salaires réduit la demande intérieure, mais celle-ci est soutenue par l'endettement qui est rendu possible par la faiblesse des taux d'intérêt, qui vient de la faiblesse des salaires et de la faiblesse induite de l'inflation.

Mais cet équilibre est dangereux : la baisse de la part des salaires dans le PIB conduit à une forte tension politique et sociale ; le niveau élevé d'endettement conduit au risque de crise financière.

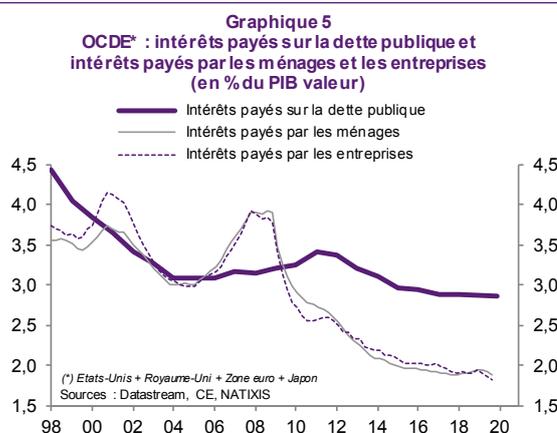
Les dangers de la transition vers un autre équilibre plus efficace

L'équilibre présent (déformation du partage des revenus au détriment des salariés, taux d'endettement excessif) est donc dangereux. Il serait plus efficace que l'OCDE se trouve à un équilibre où les salaires sont plus élevés et l'endettement plus faible.

Mais comment passer de l'équilibre présent à cet autre équilibre plus favorable ?

Il faut corriger le partage des revenus (graphique 1 plus haut), d'où une hausse plus rapide des salaires (graphique 2a plus haut).

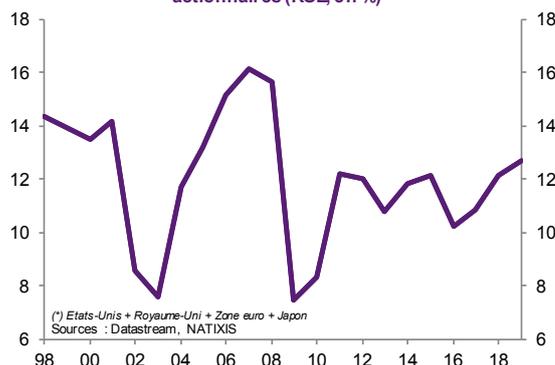
Le risque est que cette hausse plus rapide des salaires conduise au retour de l'inflation (graphique 2b), d'où la hausse des taux d'intérêt (graphique 3 plus haut), la hausse des paiements d'intérêts sur les dettes (graphique 5), et une crise des dettes en raison du niveau très élevé des taux d'endettement (graphique 4 plus haut).



C'est ici qu'intervient la rentabilité exigée du capital (des fonds propres) pour l'actionnaire.

Si la rentabilité exigée des fonds propres (graphique 6) reste aussi élevée, une hausse plus rapide des salaires conduira à l'inflation, les entreprises défendant leur objectif de rentabilité du capital pour l'actionnaire.

Graphique 6
OCDE* : rendement des fonds propres pour les actionnaires (ROE, en %)



Pour que la hausse plus rapide des salaires n’entraîne pas l’inflation, **il faudrait qu’en même temps les entreprises acceptent une rentabilité des fonds propres plus faible**. Or, il faut rappeler que la cause de la déformation du partage des revenus au détriment des salariés est l’exigence d’une forte rentabilité des fonds propres.

Synthèse : sans modification des normes du capitalisme, une correction du partage des revenus dans les pays de l’OCDE conduirait à une crise financière

Le redressement de la part des salaires dans le PIB dans les pays de l’OCDE conduirait à une hausse plus rapide des salaires, à une hausse de l’inflation et des taux d’intérêt, donc à une crise de la dette compte tenu des taux d’endettement élevés.

Pour l’éviter, il faudrait que la hausse de la part des salaires dans le PIB soit associée à une baisse de la rentabilité des fonds propres (du rendement du capital pour l’actionnaire), donc **qu’il y ait réforme du capitalisme**, une rentabilité exigée du capital plus faible, plus raisonnable, permettant une hausse des salaires qui ne conduise pas à l’inflation.

Avertissement

Ce document à caractère promotionnel est destiné uniquement à une clientèle professionnelle, des contreparties éligibles ou des investisseurs qualifiés.

Ce document est strictement confidentiel et ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture (si utilisés dans ce document).

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne saurait être tenue responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne.

Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis. Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction (le cas échéant) qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document. Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document.

[Conflit d'intérêt : Natixis, peut, à titre de principal ou d'agent, être impliqué dans un large éventail d'activités à l'échelle mondiale, avoir des positions dans, ou peut acheter ou vendre, ou être teneur de marché sur des titres, devises, instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux instruments auxquels se rapportent les informations. Les activités de Natixis liées à ces instruments peuvent avoir une incidence sur le prix de l'actif sous-jacent pertinent et peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts. Natixis peut fournir des services à tout membre du même groupe que le destinataire des informations ou toute autre entité ou personne, effectuant toute opération (pour son propre compte ou autrement) avec le destinataire de l'information ou d'un tiers, ou d'agir à l'égard d'autre sujet pour lui-même ou pour un tiers, nonobstant que ces services, les transactions ou actions peuvent être préjudiciables au destinataire des informations ou à tout membre de son groupe, et Natixis peut conserver pour son propre bénéfice toute rémunération ou profit y afférent. En outre, Natixis peut, soit en vertu des types de relations décrits au présent paragraphe, soit autrement, être en possession, de temps à autre, d'informations relatives à un instrument particulier qui est ou peut être important dans le contexte de cet instrument et qui peut ou non être accessible au public ou connu de vous. Le fait que nous vous fournissions un prix indicatif ou d'autres informations relatives à un tel instrument ne crée aucune obligation de la part de Natixis de vous communiquer ces informations (confidentielles ou non).]

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse : <https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>

Natixis est supervisée par l' European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.