

## Flash Economie

28 février 2018 - 231

### Qu'implique un capitalisme actionnarial strict ?

L'exemple des Etats-Unis nous montre les implications d'un capitalisme actionnarial strict. Les entreprises étant dirigées en fonction des intérêts des actionnaires :

- des niveaux élevés de rendement du capital, de génération de cash, de profitabilité, et de cours boursiers sont attendus ; ceci explique la déformation tendancielle du partage des revenus en faveur des profits et le recours aux rachats d'actions par les entreprises américaines ;
- ces niveaux élevés de rendement du capital, de génération de cash, de profitabilité et de cours boursiers doivent être maintenant pendant tout le cycle économique. Ceci explique :
  - le recul violent de l'emploi et des salaires dans les récessions aux Etats-Unis qui évite le recul de la profitabilité ;
  - la résistance, très claire dans la période récente aux Etats-Unis aux hausses de salaires lorsque l'économie revient au plein-emploi (c'est-à-dire la disparition des Courbes de Phillips).

Il y a donc bien aux Etats-Unis cohérence entre le modèle du capitalisme (alignement des intérêts entre les dirigeants des entreprises et les actionnaires) et le fonctionnement de l'économie.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

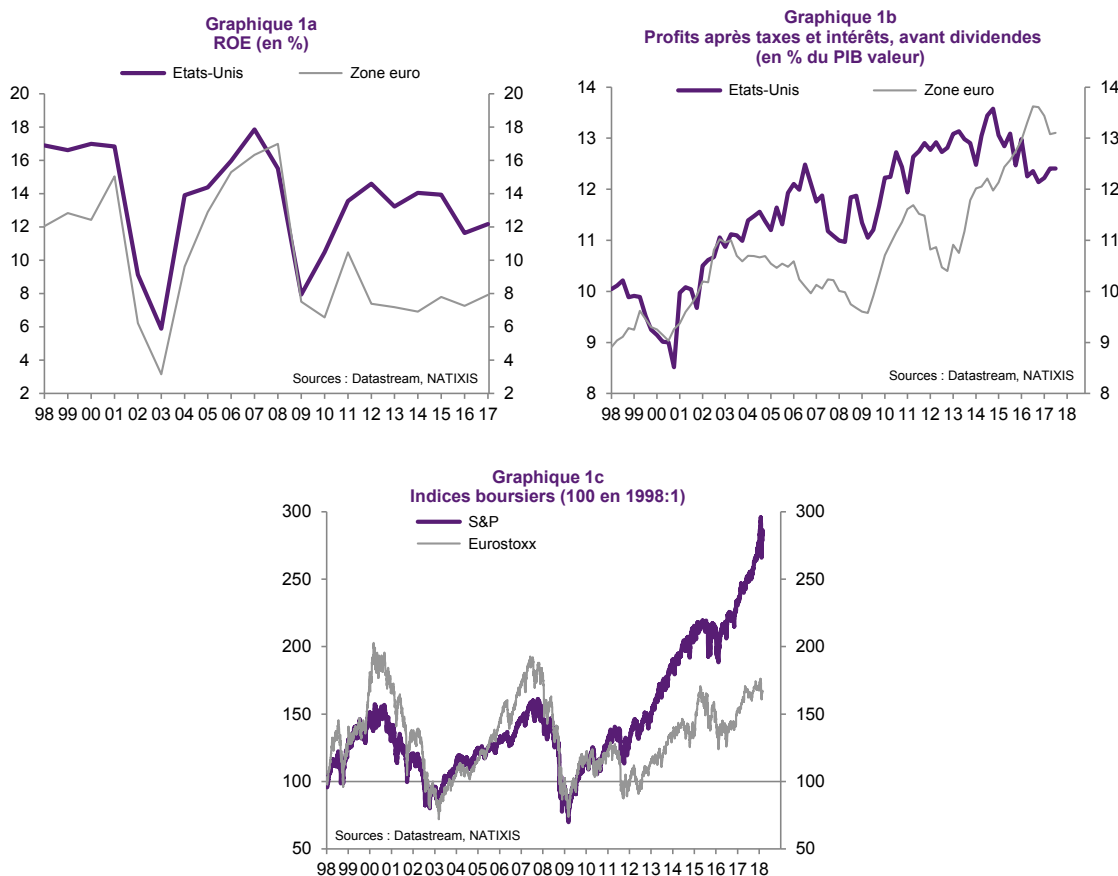
[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Première caractéristique du capitalisme actionnarial : l'exigence d'une rentabilité élevée des entreprises

Le **capitalisme actionnarial** est défini comme un capitalisme où les entreprises sont gérées dans l'intérêt des actionnaires, où les intérêts des dirigeants des entreprises et des actionnaires sont alignés.

La première caractéristique du capitalisme actionnarial est **l'exigence d'une rentabilité élevée du capital (des fonds propres), d'un niveau élevé de profitabilité, de génération de cash, et des cours boursiers.**

Le **graphique 1a** compare le **ROE** (rendement des fonds propres) aux Etats-Unis et dans la zone euro ; le **graphique 1b** compare les **profitabilités** (avant distribution de dividendes) ; le **graphique 1c** les **cours boursiers**.

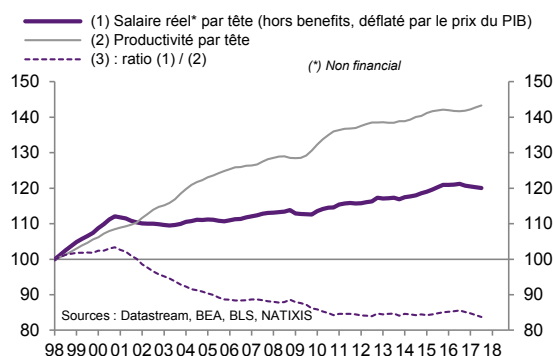


On voit aux Etats-Unis, par rapport à la zone euro un rendement des fonds propres et un niveau des cours boursiers plus élevés.

Comment obtient-on aux Etats-Unis un rendement des fonds propres élevé, des cours boursiers élevés ?

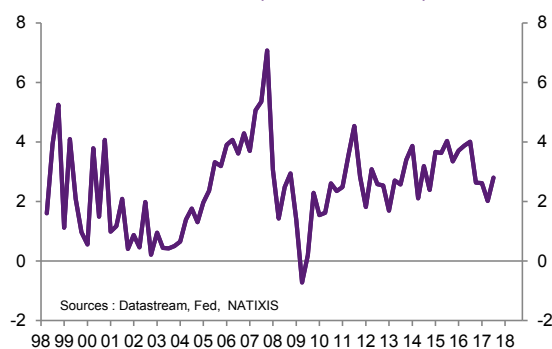
- par la déformation du partage des revenus en faveur des profits, au détriment des salariés (graphique 2) ;

**Graphique 2**  
Etats-Unis : salaire réel\* et productivité par tête  
(100 en 2002:1)



- par les rachats d'actions (graphique 3), qui poussent à la hausse le ROE et les cours boursiers.

**Graphique 3**  
Etats-Unis : rachats d'actions par les entreprises  
non financières (en % du PIB valeur)

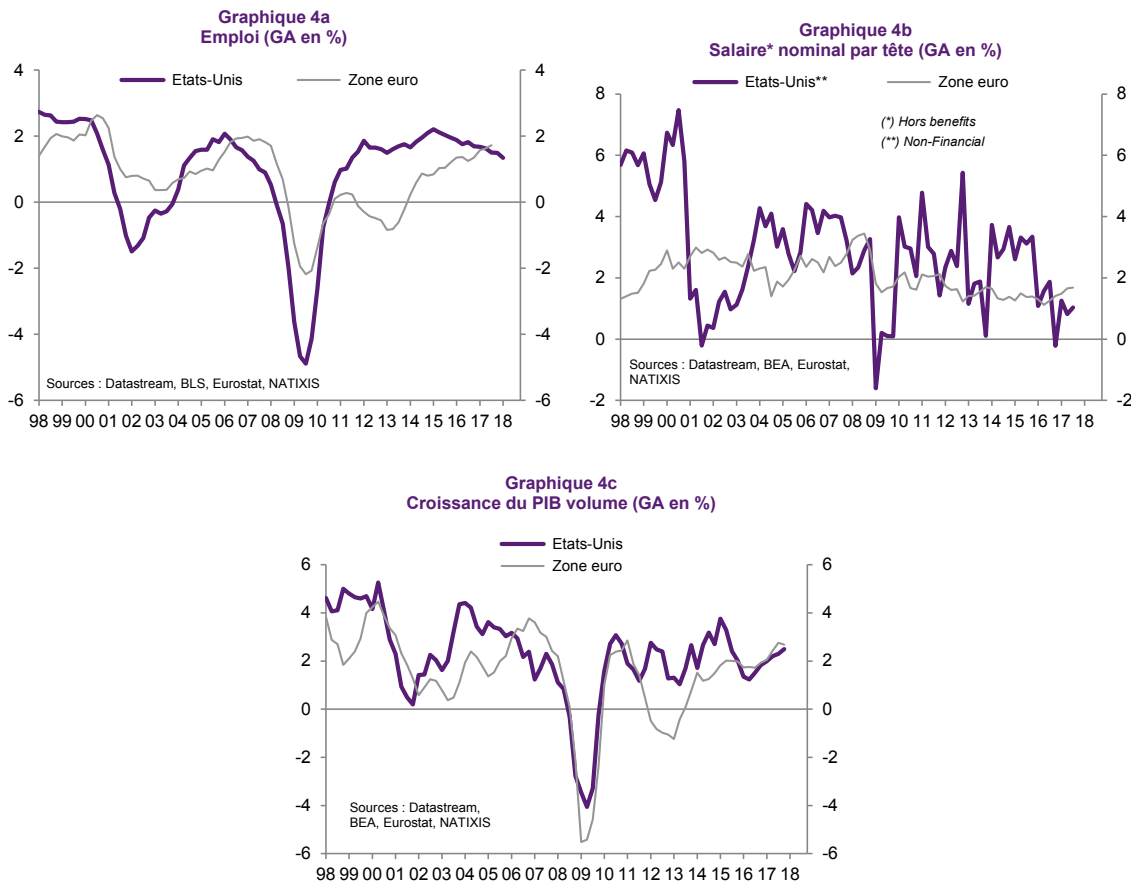


## Deuxième caractéristique du capitalisme actionnarial : le maintien d'une rentabilité élevée du capital, d'une profitabilité élevée, tout au long du cycle économique

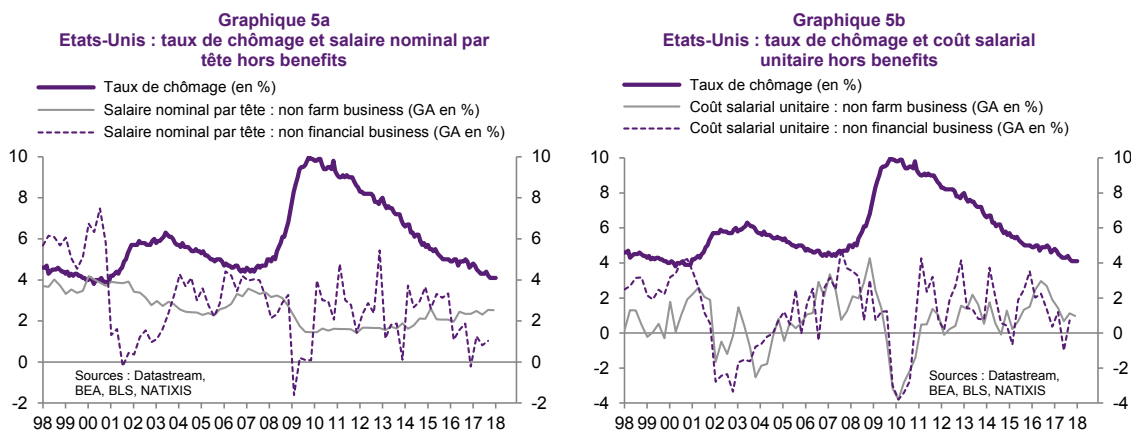
La rentabilité des fonds propres, la profitabilité, les cours boursiers ne doivent pas être seulement élevés en moyenne, ils doivent rester élevés tout au long du cycle économique.

Ceci implique :

- dans les récessions, un ajustement violent à la baisse de l'emploi et des salaires ; les graphiques 4a/b montrent que l'ajustement à la baisse de l'emploi et des salaires est nettement plus important aux Etats-Unis que dans la zone euro dans les récessions ; alors que l'ampleur des récessions est à peu près la même (graphique 4c) ;



- lorsque le taux de chômage devient faible, une résistance des entreprises aux hausse des salaires et des coûts salariaux unitaires (c'est-à-dire la fin des Courbes de Phillips) qui apparaît très clairement dans la période récente (graphiques 5a/b).



## Synthèse : aux Etats-Unis, le modèle du capitalisme et le fonctionnement de l'économie sont bien cohérents

Il ne s'agit pas ici d'un jugement de valeur mais seulement d'une constatation : **aux Etats-Unis, les caractéristiques essentielles de l'économie** (déformation du partage des revenus au détriment des salariés, rachats d'actions, ajustement violent de l'emploi et des salaires dans les récessions, absence de réaction des coûts salariaux à la baisse du chômage dans la période récente) **sont liées au modèle de capitalisme actionnarial** qui demande une rentabilité élevée du capital et des cours boursiers élevés en moyenne et tout au long du cycle économique. L'adoption de ce modèle de capitalisme dans d'autres régions (Europe, Chine...) conduira probablement aux mêmes caractéristiques de l'économie.