

Flash Economie

25 mai 2018 - 587

OCDE : on peut tout comprendre à partir des exigences du capitalisme

Quand on regarde l'ensemble des pays de l'OCDE, on est frappé de l'écart grandissant entre le Rendement des Fonds Propres des entreprises (le ROE) et le taux d'intérêt à long terme sans risque.

Cet écart grandissant résulte des exigences de rentabilité de capital du capitalisme contemporain et explique de nombreuses caractéristiques de l'économie des pays de l'OCDE :

- la déformation du partage des revenus au détriment des salariés ; elle-même explique l'inflation faible et la politique monétaire très expansionniste ; le besoin de stimuler la demande des ménages, d'où la hausse de leur endettement jusqu'à la crise de 2008, les politiques budgétaires expansionnistes ;
- la hausse du levier d'endettement des entreprises, soit par leur endettement, soit par les rachats d'actions ; il en résulte une stimulation artificielle des indices boursiers ; le risque d'instabilité financière, le risque de crises financières, vient à la fois de l'endettement des ménages, des entreprises, de l'endettement public dans la période récente, des politiques monétaires très expansionnistes, de son effet sur les prix des actifs ;
- la recherche de rentes de monopole, en particulier dans le secteur des Nouvelles Technologies avec la constitution systématique de positions dominantes.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

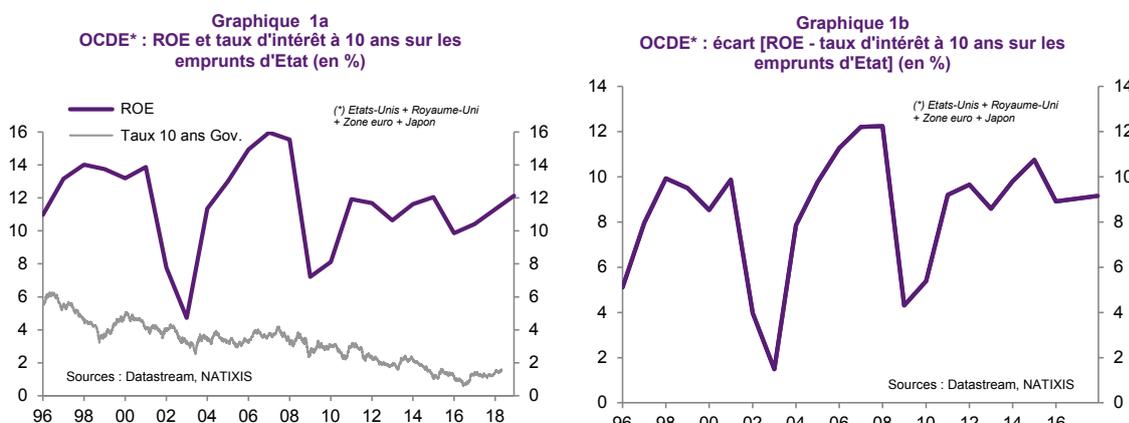
patrick.artus@natixis.com

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

www.research.natixis.com

Exigence de rentabilité du capitalisme contemporain

Les graphiques 1a/b montrent pour l'ensemble des pays de l'OCDE le rendement des fonds propres (ROE) et le taux d'intérêt à 10 ans sur les dettes publiques.



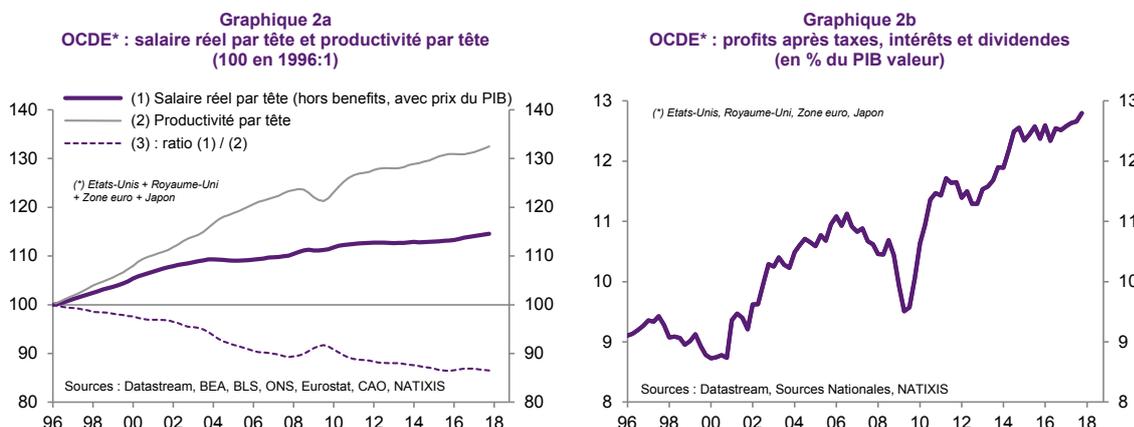
L'écart très important et croissant entre le rendement des fonds propres (ROE) et le taux d'intérêt sans risque révèle **l'exigence croissante de rentabilité du capital dans le capitalisme contemporain**.

Nous pensons que cette exigence de rentabilité des fonds propres **explique l'essentiel des caractéristiques des économies des pays de l'OCDE depuis 20 ans** :

- la déformation du partage des revenus ;
- l'orientation des politiques économiques ;
- l'évolution de la dette ;
- les bulles sur les prix des actifs, l'instabilité financière ;
- la recherche des rentes de monopole.

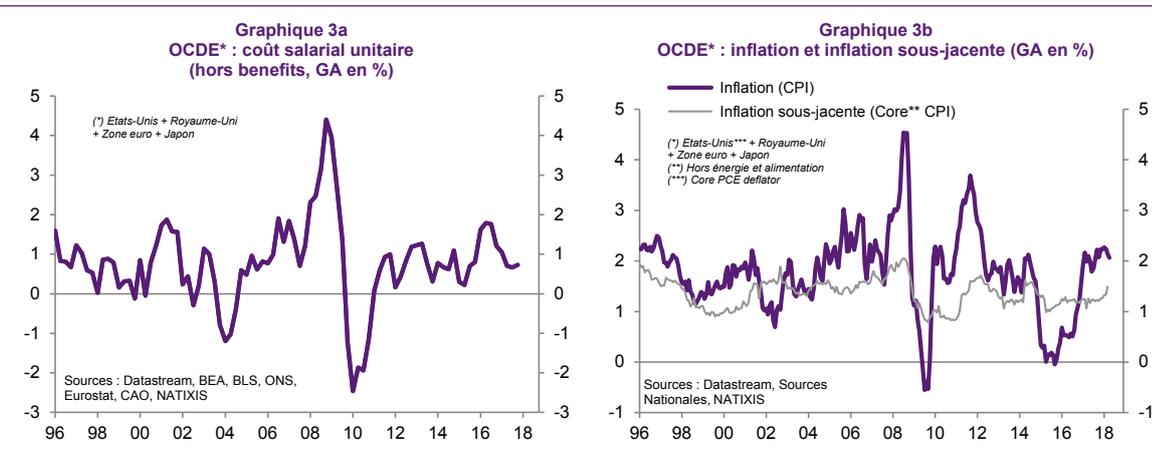
Déformation du partage des revenus et ses conséquences

Le **graphique 2a** montre la **forte déformation du partage des revenus dans les pays de l'OCDE au détriment des salariés**, qui permet bien sûr d'accroître la profitabilité des entreprises (**graphique 2b**) et le rendement des fonds propres.

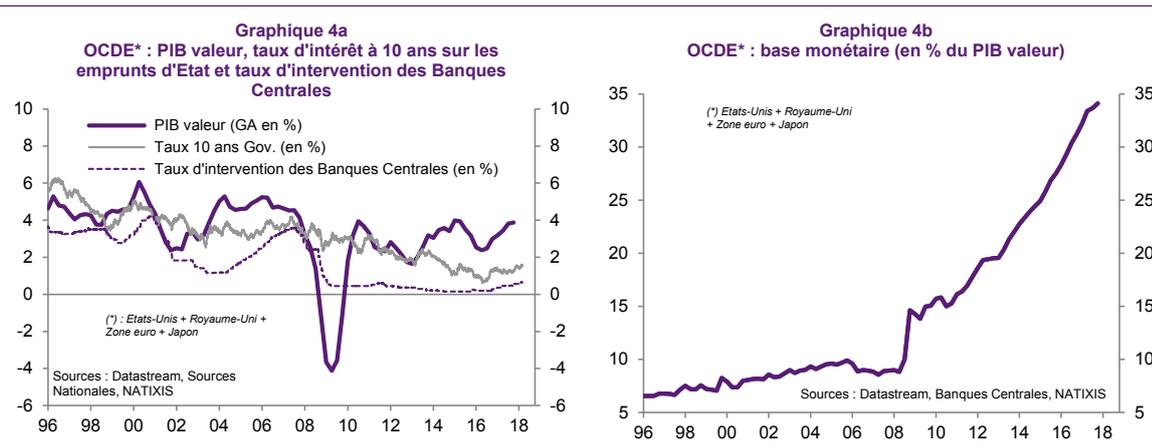


Il résulte de cette forte déformation du partage des revenus **des conséquences importantes** :

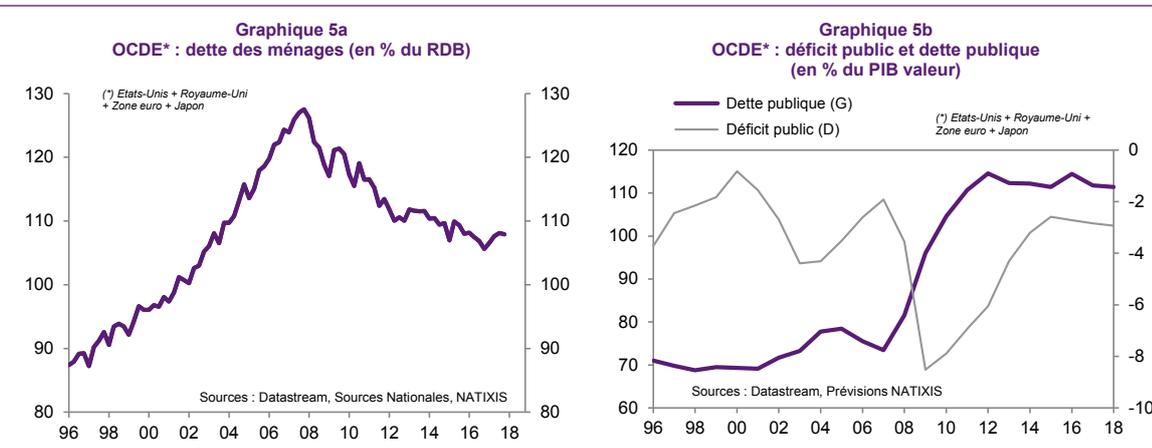
- **la faiblesse de la croissance des coûts salariaux unitaires (graphique 3a) ;**
- **en conséquence, la faiblesse de l'inflation (graphique 3b).**



L'inflation étant faible, **la politique monétaire peut rester expansionniste (graphiques 4a/b).**



Le salaire réel étant affaibli, **les politiques économiques doivent soutenir la demande des ménages** : la politique monétaire expansionniste a permis la hausse de l'endettement des ménages jusqu'à la crise de 2008 (graphique 5a) ; la politique budgétaire doit rester expansionniste (graphique 5b).

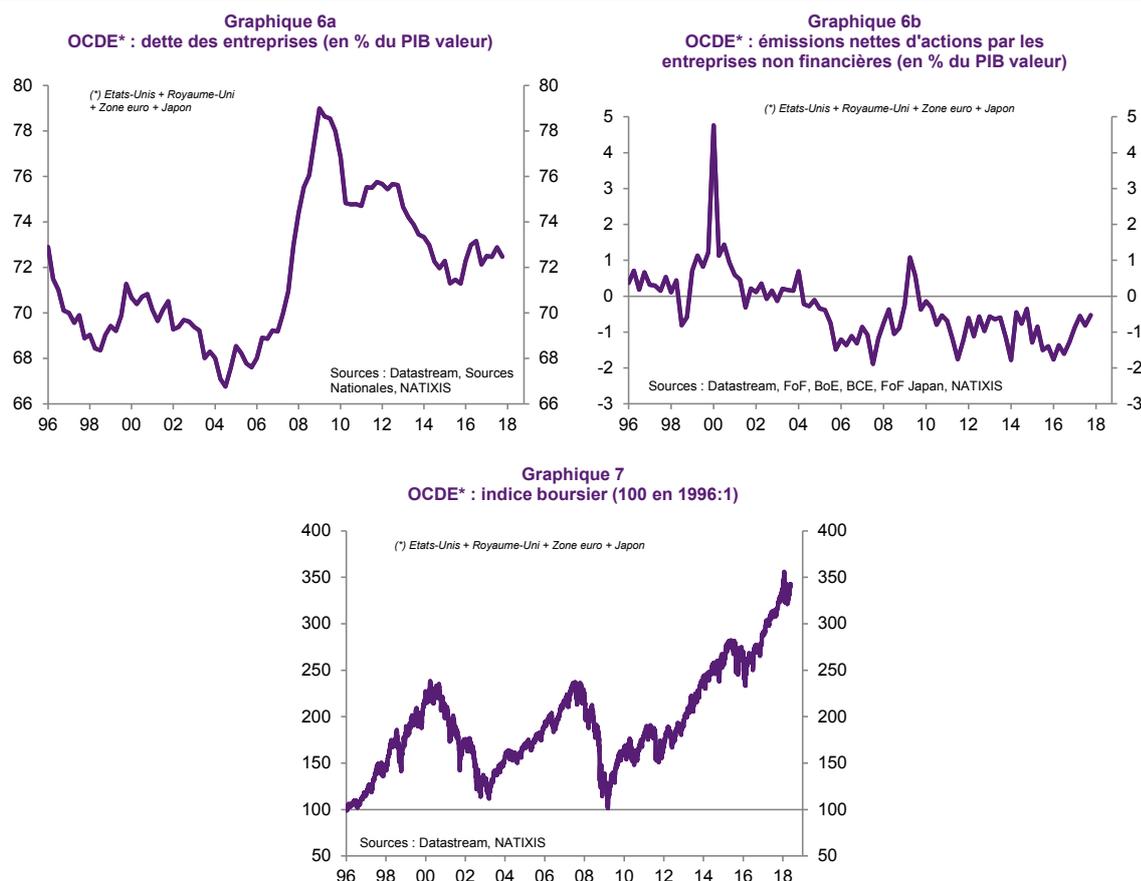


Hausse du levier d'endettement des entreprises

La hausse du levier d'endettement des entreprises accroît le rendement des fonds propres. Il prend la forme :

- de la hausse du taux d'endettement des entreprises (graphique 6a), jusqu'en 2008 ;
- des rachats d'actions (graphique 6b), depuis 2004.

La hausse du levier d'endettement des entreprises (par la dette ou la destruction de la base d'actions) **pousse à la hausse les indices boursiers (graphique 7).**



Recherche de rentes de monopole

Pour accroître le rendement des fonds propres, les entreprises peuvent :

- déformer le partage des revenus au détriment des salariés ;
- accroître leur levier d'endettement ;
- **et enfin rechercher des rentes de monopole.**

Ceci est en particulier le cas pour les grandes entreprises de l'internet (tableau 1), qui développent des positions dominantes afin d'accroître leur rentabilité.

Tableau 1 : GAFAM : chiffre d'affaires, profits et capitalisation boursière (Mds de \$)

GOOGLE	Chiffre d'Affaires	Profits	FACEBOOK	Chiffre d'Affaires	Profits
1996	-	-	1996	-	-
1997	-	-	1997	-	-
1998	-	-	1998	-	-
1999	0,00	-0,01	1999	-	-
2000	0,02	-0,01	2000	-	-
2001	0,09	0,01	2001	-	-
2002	0,44	0,10	2002	-	-
2003	1,47	0,11	2003	-	-
2004	3,19	0,40	2004	-	-
2005	6,14	1,47	2005	-	-
2006	10,60	3,08	2006	-	-
2007	16,59	4,20	2007	0,15	-0,14
2008	21,80	4,23	2008	0,27	-0,06
2009	23,65	6,46	2009	0,78	0,12
2010	29,32	8,38	2010	1,97	0,37
2011	37,91	9,97	2011	3,71	0,67
2012	46,04	11,25	2012	5,09	0,03
2013	55,52	13,18	2013	7,87	1,49
2014	66,00	13,75	2014	12,47	2,93
2015	74,99	16,07	2015	17,93	3,67
2016	90,27	19,66	2016	27,64	10,19
2017	110,86	24,47	2017	40,65	18,19

AMAZON	Chiffre d'Affaires	Profits	APPLE	Chiffre d'Affaires	Profits
1996	0,02	-0,01	1996	9,83	-0,82
1997	0,15	-0,03	1997	7,08	-1,05
1998	0,61	-0,12	1998	5,94	0,31
1999	1,64	-0,72	1999	6,13	0,60
2000	2,76	-1,41	2000	7,98	0,79
2001	3,12	-0,57	2001	5,36	-0,03
2002	3,93	-0,15	2002	5,74	0,07
2003	5,26	0,04	2003	6,21	0,07
2004	6,92	0,59	2004	8,28	0,28
2005	8,49	0,36	2005	13,93	1,33
2006	10,71	0,19	2006	19,32	1,99
2007	14,84	0,48	2007	24,58	3,50
2008	19,17	0,65	2008	37,49	6,12
2009	24,51	0,93	2009	42,91	8,24
2010	34,20	1,15	2010	65,23	14,01
2011	48,08	0,63	2011	108,25	25,92
2012	61,09	0,17	2012	156,51	41,73
2013	74,45	0,29	2013	170,91	37,04
2014	88,99	-0,13	2014	182,80	39,64
2015	107,01	0,60	2015	233,72	53,45
2016	135,99	2,38	2016	215,09	45,39
2017	177,87	2,25	2017	228,59	47,87

MICROSOFT	Chiffre d'Affaires	Profits
1996	8,67	2,20
1997	11,36	3,44
1998	15,26	4,46
1999	19,75	7,76
2000	22,96	9,42
2001	25,30	7,35
2002	28,37	7,83
2003	32,19	7,53
2004	36,84	8,17
2005	39,79	12,25
2006	44,28	12,60
2007	51,12	14,07
2008	60,42	17,68
2009	58,44	15,61
2010	62,48	18,57
2011	69,94	22,44
2012	73,72	22,80
2013	77,85	22,55
2014	86,45	22,08
2015	93,58	20,01
2016	91,15	21,43
2017	96,57	25,73

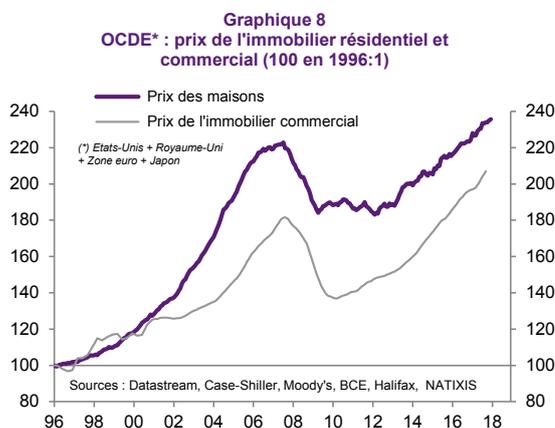
Synthèse : la situation macroéconomique des pays de l'OCDE résulte largement des exigences du capitalisme contemporain

Le capitalisme contemporain exige une **rentabilité très élevée des fonds propres**. Elle conduit :

- à la déformation du partage des revenus au détriment des salariés ;
- à l'inflation faible et à la politique monétaire expansionniste ;
- jusqu'à la crise de 2008, à la hausse de l'endettement des ménages et des entreprises ;
- à la politique budgétaire expansionniste ;
- à la hausse du levier d'endettement des entreprises (dettes et rachats d'actions) ;
- au soutien des cours boursiers ;
- à la recherche de rentes de monopole, de situations dominantes.

Toutes ces évolutions contribuent à **l'instabilité financière et à l'apparition de crises financières** avec :

- la hausse des taux d'endettement, privé et public ;
- la hausse régulière des prix des actifs (graphique 7 plus haut et **graphique 8**) avec la politique monétaire expansionniste.



Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il 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. 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 conseillers, ni toute autre personne ne doit accepter d'être 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 ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. 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, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

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. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. 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 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.

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'exercent 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.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Canada : Natixis n'est pas référencé au titre de courtier en vertu de la législation sur les valeurs mobilières au Canada et ne peut traiter qu'avec des investisseurs désignés comme clients admissibles au sens de l'article 8.18 du Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription, les dispenses et les obligations permanentes des personnes inscrites.

Australie : Natixis opère à travers une filiale détenue entièrement, Natixis Australia Pty Ltd (" NAPL "). NAPL est enregistrée auprès de l'Australian Securities & Investments Commission et détient une licence de services financiers australienne (No 317114) qui permet à NAPL d'exercer ses activités en Australie avec des clients "wholesale". Les détails de cette licence sont disponibles sur demande.

Hong Kong : ce document est destiné à être distribué uniquement aux investisseurs professionnels (au sens de l'ordonnance sur les valeurs mobilières et les contrats à terme (Cap.571) de Hong Kong et de toute règle établie en vertu de cette ordonnance).

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.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION 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. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

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>