NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

10 septembre 2020 - 1016

Les béquilles du capitalisme néo-libéral : y en aura-t-il une autre après la création monétaire ?

Pour obtenir une rentabilité élevée du capital pour l'actionnaire, le capitalisme néo-libéral déforme continuellement le partage des revenus au détriment des salariés. Il en résulte une faiblesse chronique de la demande des ménages, qu'il faut corriger, et nous appelons « béquilles » du capitalisme néo-libéral les méthodes utilisées pour soutenir la demande en compensant la faiblesse des salaires.

Ont été successivement utilisées comme « béquilles » du capitalisme néo-libéral :

- l'endettement des ménages, ce qui conduit en particulier à la crise des subprimes ;
- l'endettement public, qui conduit à des crises des dettes, puis à l'impossibilité d'accroître davantage les dettes publiques sans les monétiser ;
- finalement, la création monétaire avec la monétisation des dettes publiques, c'est-à-dire le passage à l'Helicopter Money.

Cette dernière béquille du capitalisme néo-libéral va aussi atteindre une limite, avec les conséquences de l'expansion monétaire massive, amplifiée par la crise de la Covid : bulles sur les prix des actifs, perte de confiance dans la monnaie.

S'il n'y a pas d'autre possibilité (une quatrième béquille) pour soutenir la demande, alors le capitalisme néo-libéral connaîtra une grave crise, avec à la fois une crise monétaire et la disparition de la capacité à corriger l'effet de la faiblesse des salaires sur la demande.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
@PatrickArtus

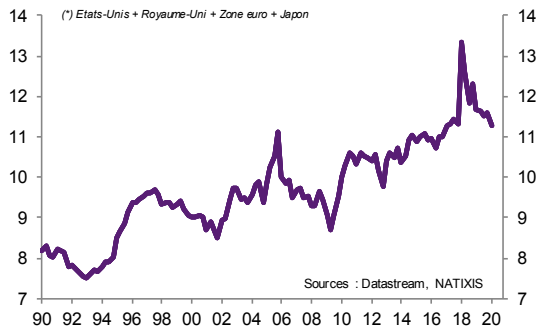
Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

ECONOMIC RESEARCH

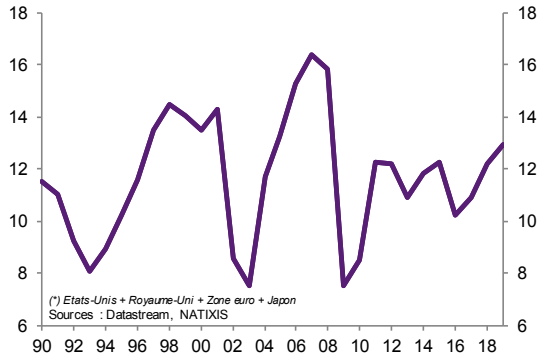
Le fonctionnement du capitalisme néo-libéral et le besoin de stimuler la demande

Le capitalisme néo-libéral a comme objectif **d'accroître la profitabilité des entreprises (graphique 1a) pour accroître la rentabilité du capital pour l'actionnaire (graphique 1b).**

Graphique 1a
OCDE* : profits après taxes, intérêts et dividendes (en % du PIB valeur)

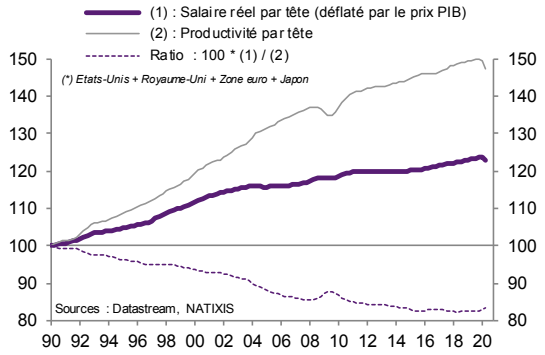


Graphique 1b
OCDE* : rendement des fonds propres pour les actionnaires (ROE, en %)

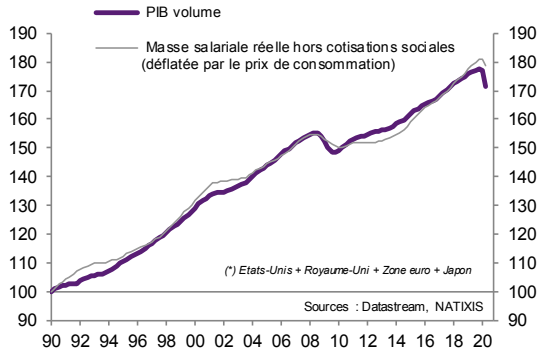


Pour atteindre cet objectif, il a été **nécessaire de déformer continûment le partage des revenus au détriment des salariés (graphique 2a), ce qui a affaibli le revenu réel (graphique 2b) et la demande des ménages.**

Graphique 2a
OCDE* : salaire réel et productivité par tête (100 en 1990:1)



Graphique 2b
OCDE* : PIB volume et masse salariale réelle hors cotisations sociales (100 en 1990:1)



Pour éviter de devoir en permanence souffrir d'une insuffisance de la demande, **le capitalisme néo-libéral a dû sans arrêt trouver des moyens pour stimuler la demande, ce que nous appelons les « béquilles » du capitalisme néo-libéral.**

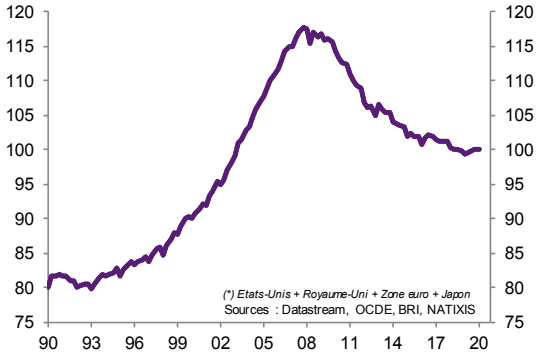
Les trois « béquilles » successives du capitalisme néo-libéral

1. Première béquille : l'endettement des ménages

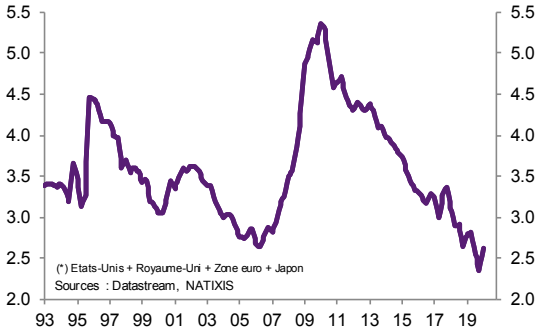
Pour soutenir la demande affaiblie par l'austérité salariale, **le capitalisme néo-libéral a d'abord utilisé l'endettement des ménages (graphique 3a) :** les ménages peuvent consommer et acheter des logements à crédit, s'ils ne peuvent pas le faire avec leurs salaires.

Mais cette stratégie s'arrête avec la crise des subprimes en 2008-2009 : l'excès d'endettement des ménages conduit à la hausse des défauts des ménages **(graphique 3b),** et ensuite au désendettement des ménages.

Graphique 3a
OCDE* : dette des ménages (en % du RDB)



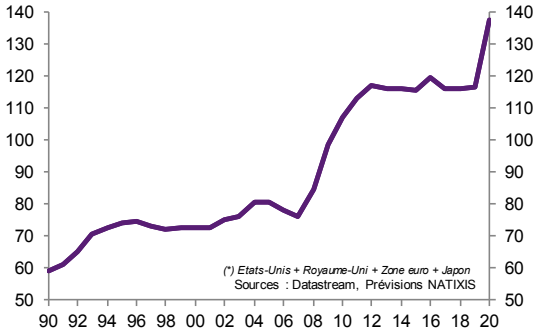
Graphique 3b
OCDE* : taux de défaut des ménages (en %)



2. Deuxième béquille : l'endettement public

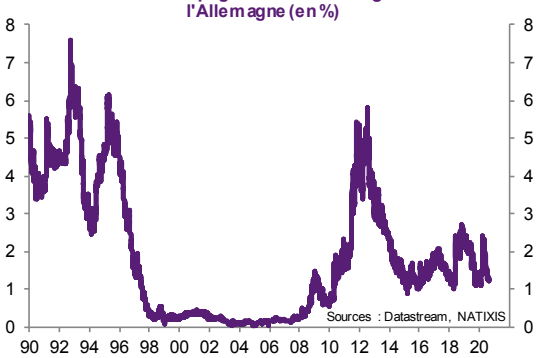
Lorsque l'endettement des ménages ne peut plus être utilisé pour soutenir la demande, à partir de 2008, le capitalisme néo-libéral passe à une **seconde stratégie qui est de soutenir la demande par l'endettement public (graphique 4a).**

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

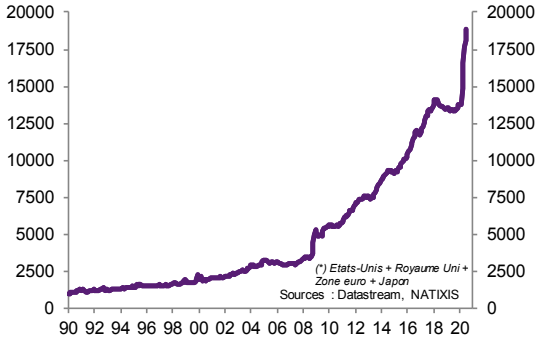


Mais cette stratégie se heurte au **risque de crise de la dette publique due à la hausse forte de l'endettement public.** Ce risque se matérialise à partir de 2010 dans les pays périphériques de la zone euro **(graphique 4b), et pour l'éviter tous les pays de la zone euro passent progressivement à une stratégie de monétisation des déficits publics (graphique 4c).**

Graphique 4b
Ecart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat de l'Espagne + Italie + Portugal avec l'Allemagne (en %)



Graphique 4c
OCDE* : base monétaire (Md $)



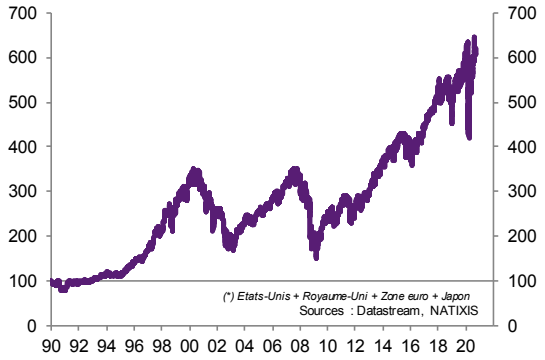
3. Troisième béquille : la création monétaire

Lorsque la dette des ménages ne peut plus être utilisée, lorsque la dette publique ne peut plus être utilisée sans être monétisée ; **il ne reste qu'une manière de stimuler la demande qui est la création monétaire.**

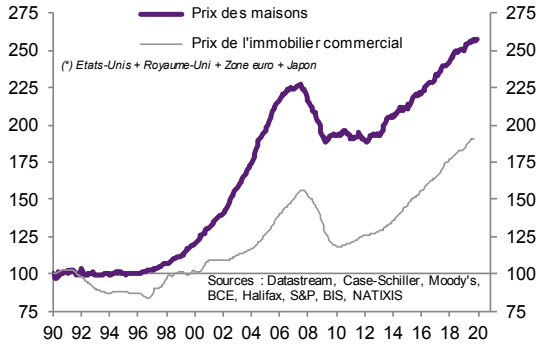
L'OCDE passe en fait dans un régime d'Helicopter Money : le déficit public qui finance des transferts publics est, de fait, financé par la création monétaire (les obligations émises par les Etats sont achetées par les Banques Centrales contre création de monnaie) : tout se passe comme si les agents économiques bénéficiaires de ces transferts publics recevaient directement de la monnaie créée par la Banque Centrale.

Mais cette troisième béquille va aussi avoir une limite, accélérée par la crise de la Covid qui a fait apparaître d'énormes déficits publics monétisés : **l'importance de la création monétaire (graphique 4c plus haut) va conduire à des bulles sur les prix des actifs (graphiques 5a/b) et peut-être même à une perte de confiance dans la monnaie,** qui conduirait les agents économiques à se débarrasser des monnaies publiques pour acheter des actifs refuges, comme l'or **(graphique 5c),** l'immobilier **(graphique 5b),** les crypto-monnaies…

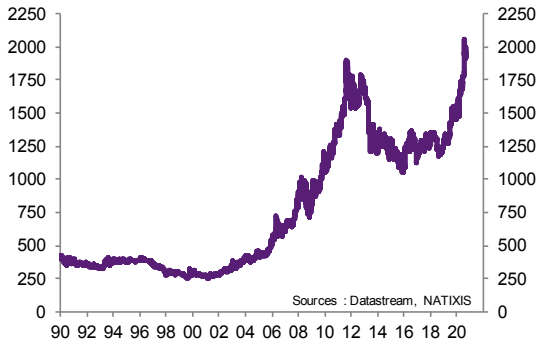
Graphique 5a
OCDE* : indice boursier (100 en 1990:1)



Graphique 5b
OCDE* : prix des maisons et de l'immobilier commercial (100 en 1990:1)



Graphique 5c
Prix de l'Or (en $ / once)



Synthèse : que va-t-il se passer s'il n'y a pas de quatrième béquille ?

Le capitalisme néo-libéral a besoin de « béquilles », de mécanismes de soutien de la demande puisqu'il affaiblit structurellement la demande en déformant le partage des revenus au détriment des salariés avec l'objectif d'accroître la rentabilité du capital pour l'actionnaire.

Mais le capitalisme néo-libéral use les béquilles qu'il utilise pour soutenir la demande :

- l'endettement des ménages atteint sa limite en 2008 avec la crise des subprimes ;
- l'endettement public atteint sa limite à partir de 2010, et surtout à partir de la crise de la Covid ;
- la création monétaire (monétisation des déficits publics, Helicopter Money) va atteindre sa limite avec les bulles sur les prix des actifs et la perte de la confiance dans la monnaie qu'elle fait apparaître.

Que reste-t-il pour soutenir la demande si l'endettement privé, l'endettement public et la création monétaire ne peuvent plus être utilisés ?

Probablement rien, ce qui va entraîner une crise grave du capitalisme néo-libéral :

- non seulement il y aura **crise monétaire** (bulles, perte de confiance dans la monnaie) ;
- mais il y aura **disparition de la capacité à soutenir la demande pour compenser la faiblesse des salaires.**

Le capitalisme devra alors soit accepter des hausses plus rapides des salaires et une rentabilité plus faible du capital, soit tomber dans un piège de croissance faible avec la faiblesse de la demande des ménages.