NATIXIS
BEYOND BANKING

## Flash Economie

17 novembre 2020 - 1311

# Économie des pays de l'OCDE : pratiquement tout vient de la déformation du partage des revenus au détriment des salariés

Une des caractéristiques centrales du capitalisme contemporain est la déformation du partage des revenus au détriment des salariés : de 1998 à 2019, la productivité par tête a augmenté de 31 % et le salaire réel par tête de 13 % :

Si le partage des revenus entre salaires et profits avait été stable, le salaire réel par tête serait aujourd'hui plus élevé de 16 %, les profits des entreprises seraient plus faibles d'un tiers.

On connaît les causes multiples de cette déformation du partage des revenus : les déréglementations des marchés du travail qui ont réduit le pouvoir de négociation des salariés, la désyndicalisation, la concurrence des pays émergents à coûts salariaux faibles, l'apparition de positions dominantes locales des entreprises sur les marchés du travail.

Nous voulons montrer que cette déformation du partage des revenus au détriment des salariés depuis la seconde moitié des années 1990 explique la plupart des caractéristiques présentes de l'équilibre économique des pays de l'OCDE : l'absence d'inflation et les politiques monétaires expansionnistes ; l'endettement privé puis public ; l'écart croissant entre le rendement des fonds propres (RoE) et le taux d'intérêt sans risque ; l'excès de l'épargne privée sur l'investissement, d'où la politique budgétaire expansionniste ; l'enrichissement patrimonial et la tension sociale.

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

www.research.natixis.com

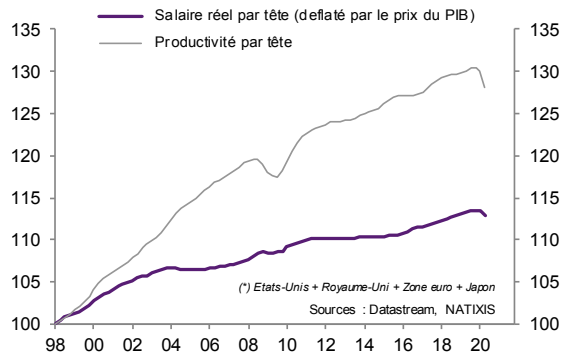
Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

ECONOMIC RESEARCH

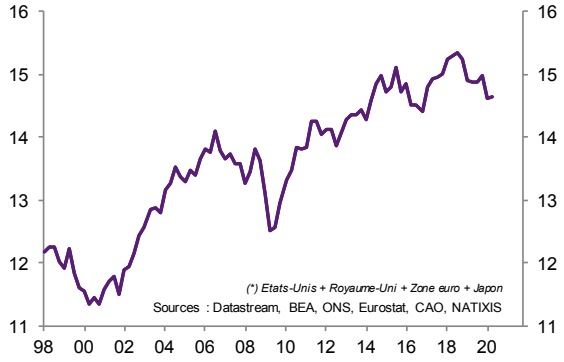
# Inflation faible et politique monétaire expansionniste

La première conséquence de la déformation du partage des revenus en défaveur des salariés dans les pays de l'OCDE est que, avec la faiblesse des salaires **(graphique 1a)** et la hausse de la profitabilité **(graphique 1b) l'inflation des pays de l'OCDE est devenue faible (graphique 1c)**, et cela fait apparaître **la possibilité que la politique monétaire reste expansionniste**, avec, à partir du début des années 2000 et surtout après la crise des subprimes en 2008, des taux d'intérêt de plus en plus bas par rapport au taux de croissance **(graphique 1d)**. **La nouvelle stratégie des Banques Centrales**, qui est de conserver une politique monétaire stimulante pendant toute la période d'expansion, pour amener le taux de chômage au niveau le plus bas possible **(graphique 1e)**, n'a pu apparaître que grâce à l'absence d'inflation.

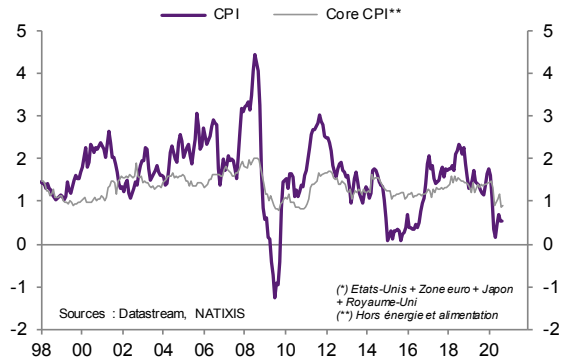
**Graphique 1a**
**OCDE* : salaire réel et productivité par tête (100 en 1998:1)**



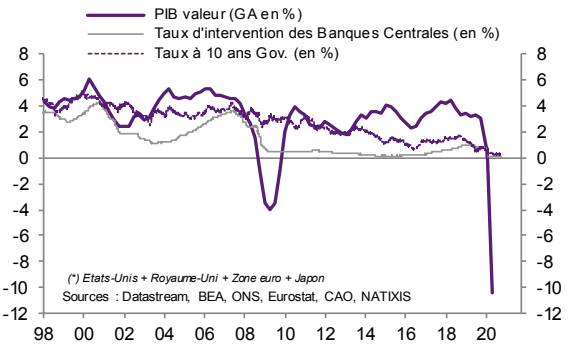

**Graphique 1b**
**OCDE* : profits après taxes, intérêts et avant dividendes (en % du PIB valeur)**



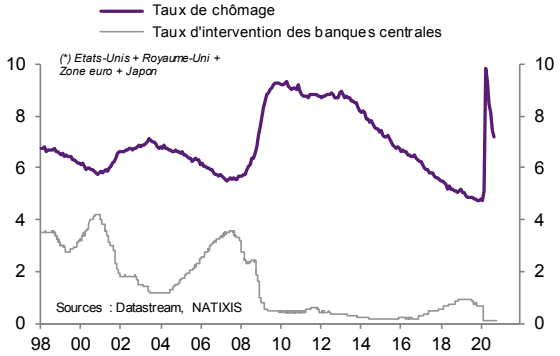

**Graphique 1c**
**OCDE* : inflation et inflation sous-jacente** (GA en %)**




**Graphique 1d**
**OCDE* : PIB valeur, taux d'intervention des Banques Centrales et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat**



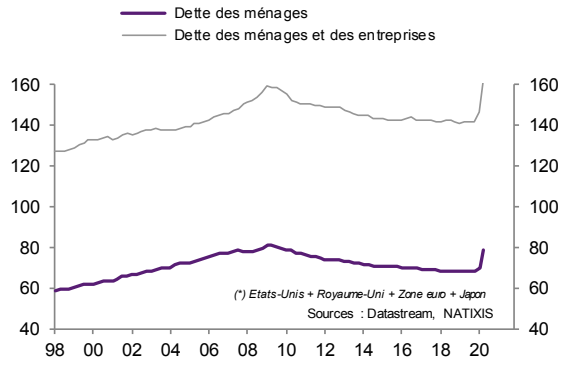

**Graphique 1e**
**OCDE* : taux de chômage, taux d'intervention des Banques Centrales (en %)**



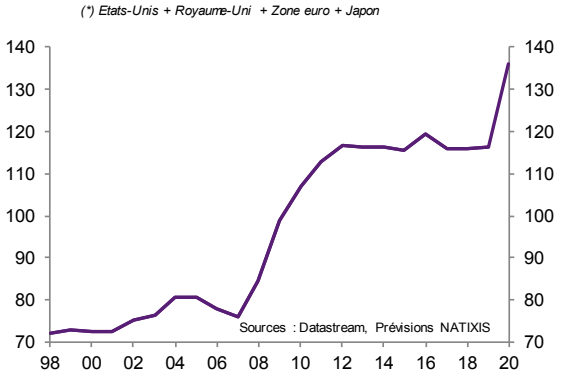
## Utilisation de l'endettement pour soutenir la demande

La seconde conséquence de la déformation du partage des revenus au détriment des salariés, qui vient directement de la première conséquence, est **que l'endettement a pu être utilisé pour soutenir la demande des ménages** affaiblie par la faible progression des salaires. Il s'agit d'abord de **l'endettement du secteur privé** (dans la seconde moitié des années 1990, de 2002 à 2008, **graphique 2a**), puis de **l'endettement public (graphique 2b)** à partir de la crise de subprimes. C'est bien parce que la politique monétaire est expansionniste grâce à l'absence d'inflation (taux d'intérêt bas, Quantitative Easing, c'est-à-dire achat de dettes par les Banques Centrales, **graphique 2c**) que les taux d'endettement ont pu ainsi s'accroître.

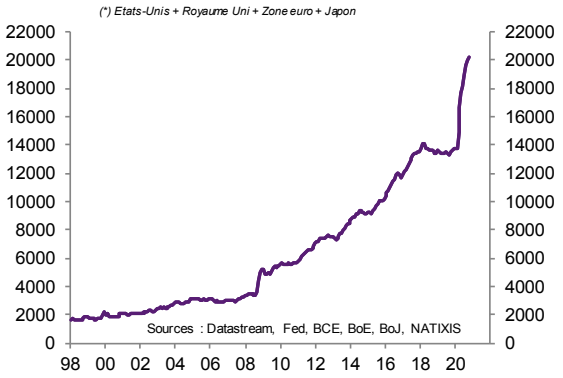
**Graphique 2a**
**OCDE* : dette des ménages et des entreprises (en % du PIB valeur)**




**Graphique 2b**
**OCDE* : dette publique (en % du PIB valeur)**

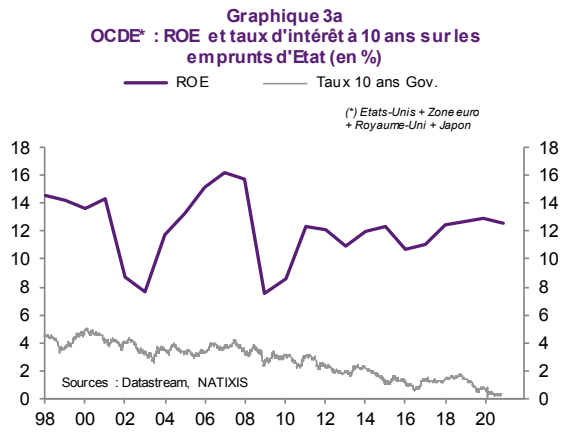


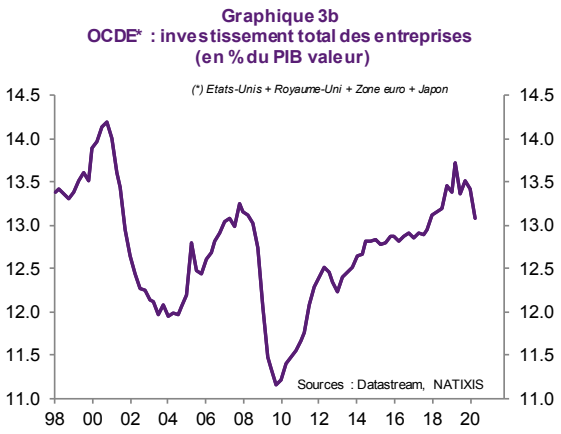

**Graphique 2c**
**OCDE* : base monétaire (Md $)**




## Écart entre le rendement des fonds propres et le taux d'intérêt sans risque

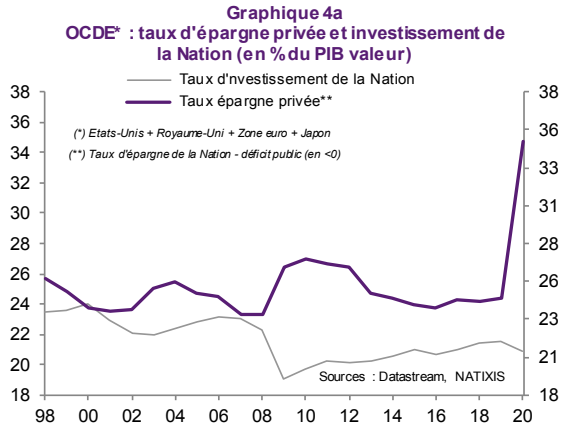
La troisième conséquence de la déformation du partage de revenus est l'apparition d'un **écart très important et croissant entre rentabilité des fonds propres (RoE) pour les actionnaires (13 % en 2019) et taux d'intérêt sans risque (0 % en 2019), graphique 3a.** La faiblesse des salaires par rapport à la productivité d'une part pousse à la hausse la profitabilité des entreprises, d'autre part permet le maintien du taux d'intérêt très bas. Le fait que l'exigence de rentabilité du capital soit très élevée par rapport aux taux d'intérêt sans risque **déprime l'investissement des entreprises (graphique 3b), rend inefficace la politique monétaire expansionniste** puisque si elle fait baisser les taux d'intérêt sans risque, elle ne fait pas baisser la rentabilité demandée du capital, donc elle ne soutient pas l'investissement.

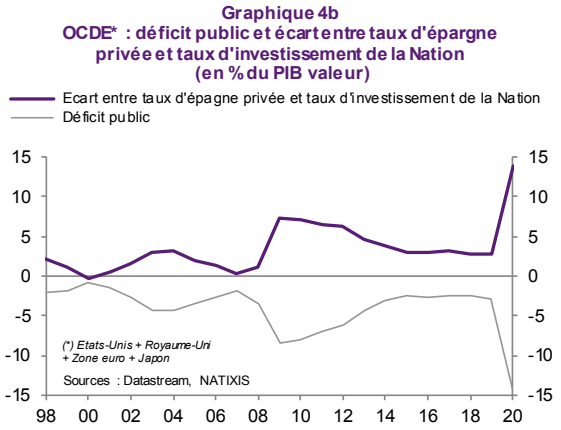



## Politique budgétaire expansionniste

La quatrième conséquence de la déformation du partage des revenus au détriment des salariés est la politique budgétaire expansionniste. La faiblesse des salaires conduit en effet à une hausse forte de la profitabilité des entreprises, mais ces profits supplémentaires ne sont pas investis et conduisent donc à un **excès de l'épargne du secteur privé sur l'investissement (graphique 4a). C'est cet excès d'épargne privée qui est corrigé par le déficit public (graphique 4b)** et pousse les Etats vers une politique budgétaire expansionniste.

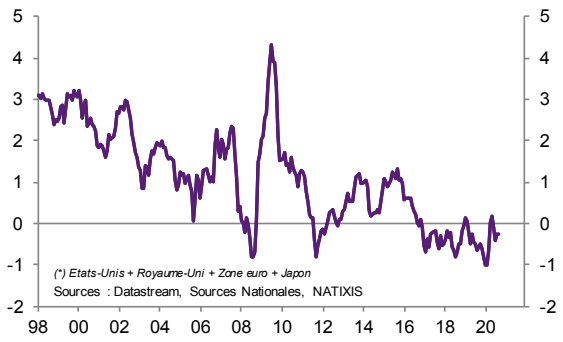


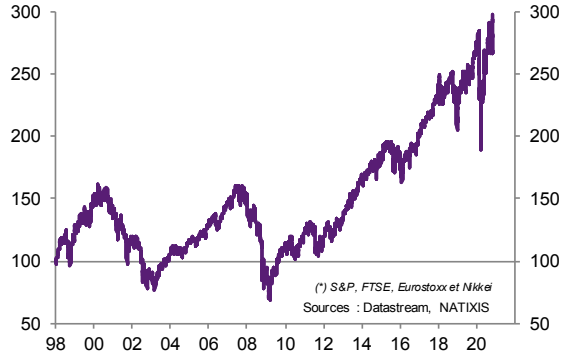

## Enrichissement patrimonial et tension sociale

Enfin, la cinquième conséquence de la déformation du partage des revenus est l'enrichissement patrimonial. **Avec les politiques monétaires expansionnistes** d'une part (taux d'intérêt réels de plus en plus bas, **graphique 5a**, abondance de liquidité), avec la hausse des profits, **il apparaît une tendance à la forte hausse des prix des actifs** (actions, immobilier, **graphiques 5b/c**) donc à **l'enrichissement patrimonial (graphique 5d)**. Le contraste entre la faiblesse des salaires, qui ne suivent pas la productivité, et l'enrichissement patrimonial est certainement cause de tension sociale.

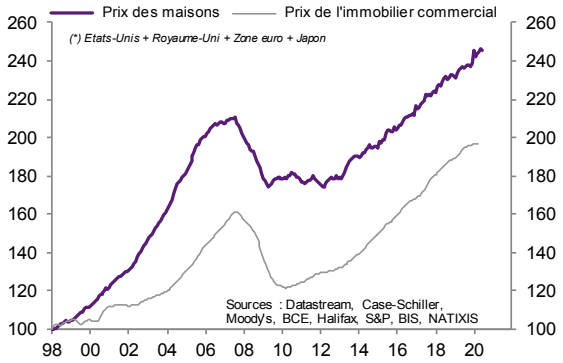
**Graphique 5a**
**OCDE* : taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %, déflaté par le CPI)**



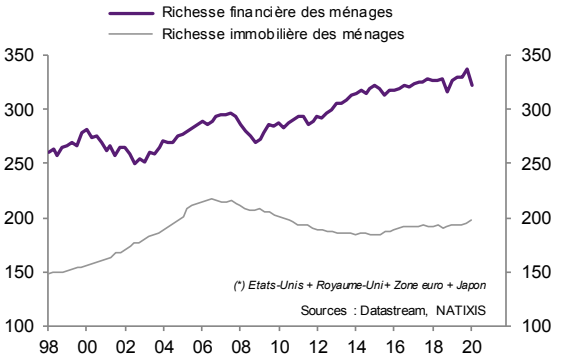

**Graphique 5b**
**OCDE* : indices boursiers (100 en 1998:1)**




**Graphique 5c**
**OCDE* : prix des maisons et de l'immobilier commercial (100 en 1998:1)**




**Graphique 5d**
**OCDE* : richesse financière et richesse immobilière (en % du PIB valeur)**

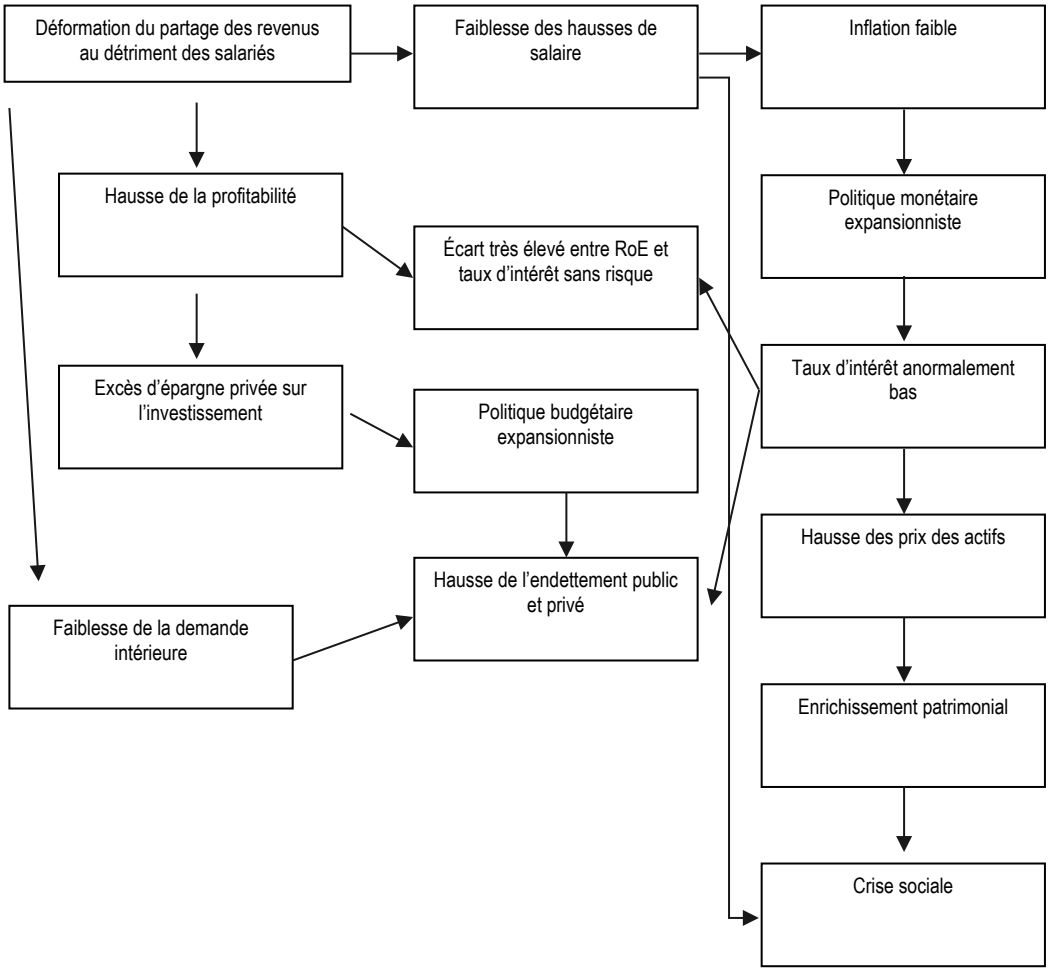



## Synthèse : la caractéristique centrale de l'économie contemporaine dans les pays de l'OCDE

Au total, la déformation du partage des revenus au détriment des salariés est la cause commune de multiples caractéristiques des économies contemporaines (voir **Schéma 1**) : absence d'inflation et politiques monétaires expansionnistes, hausse de la dette, rentabilité des fonds propres très élevée par rapport aux taux d'intérêt sans risque, politiques budgétaires expansionnistes, enrichissement patrimonial et risque de crise sociale.

**Schéma 1**

**La déformation du partage des revenus au cœur de l'équilibre économique**




Une correction du partage des revenus en faveur des salariés changerait donc complètement l'équilibre économique des pays de l'OCDE.