

FLASH PROBLÈMES STRUCTURELS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

3 octobre 2014 – N° 755

Contraste entre une croissance potentielle faible et une exigence élevée de rentabilité du capital dans les pays de l'OCDE : quelles conséquences possibles ?

Normalement, la rentabilité du capital est égale à la croissance potentielle accrue d'une prime de risque liée au caractère incertain du revenu du capital et d'un terme représentant le levier d'endettement.

Aujourd'hui, la profitabilité des entreprises de l'OCDE est élevée et assez régulière : la prime de risque ne devrait donc pas être très élevée. Par ailleurs, les entreprises n'augmentent plus leur levier d'endettement depuis la crise, donc ne peuvent plus utiliser leur levier d'endettement pour doper le rendement des fonds propres.

On observe pourtant une rentabilité du capital (financier) très supérieure à la croissance potentielle. Comment cela est-il possible ?

- *par l'obtention de rentes de monopoles (d'oligopoles) par les entreprises, ce qui implique une réduction de la production et de l'accumulation de capital ;*
- *par une déformation du partage des revenus en faveur des entreprises et au détriment des salariés, permettant que la profitabilité soit élevée malgré la croissance faible ; ceci aussi réduit la croissance, avec un excès d'épargne des entreprises qui ne finance pas des investissements. Cette seconde explication paraît plus pertinente que la première.*

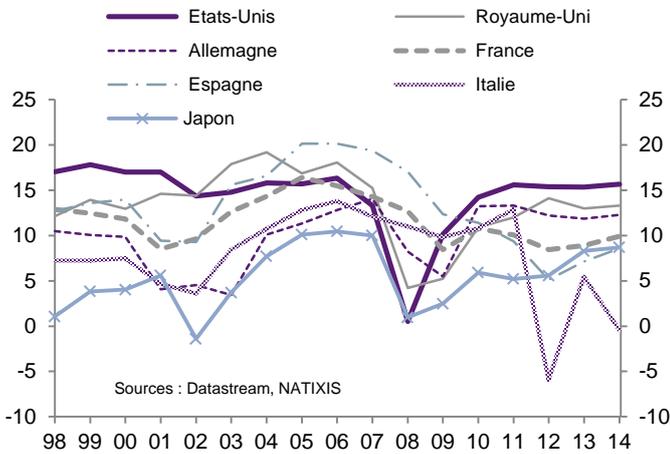
Un écart anormal entre la rentabilité du capital (financier) et la croissance potentielle annonce donc un freinage supplémentaire de la croissance potentielle, sauf si, progressivement, l'observation de la faiblesse de la croissance conduit à un ajustement progressif à la baisse de la rentabilité du capital.

Rédacteur :
Patrick ARTUS

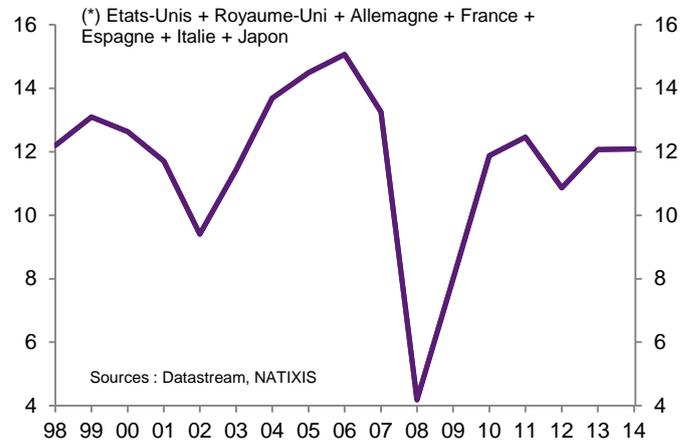
Rentabilité du capital et croissance potentielle

Les graphiques 1a/b montrent le rendement des fonds propres dans les pays de l'OCDE et dans l'ensemble de ces pays pris ensemble.

Graphique 1a
ROE



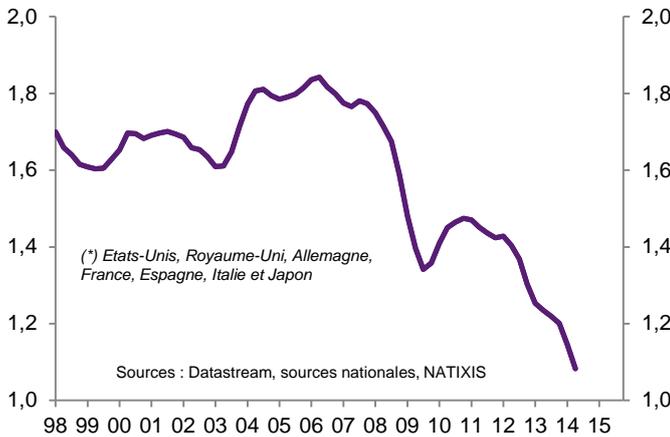
Graphique 1b
OCDE* : ROE



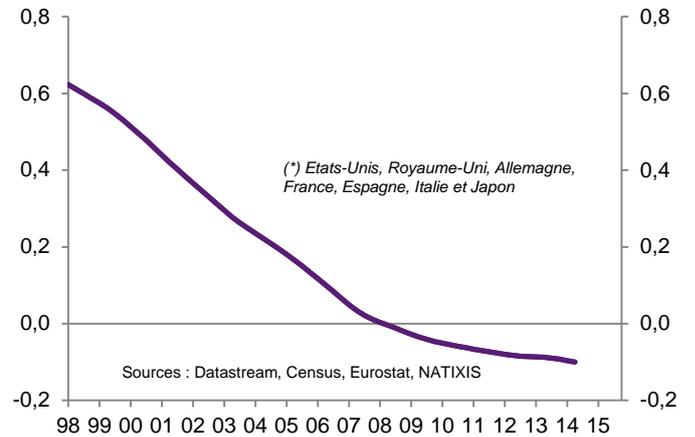
Le ROE a retrouvé pratiquement ses niveaux d'avant crise (12% pour l'ensemble de l'OCDE), sauf en Italie.

Le graphique 2c montre la croissance potentielle en volume des pays de l'OCDE (dans la définition ci-dessus), calculée à partir de la tendance des gains de productivité (graphique 2a) et de la population en âge de travailler (graphique 2b).

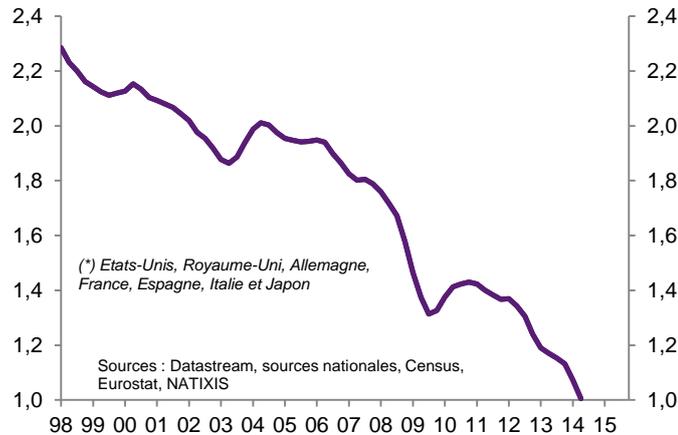
Graphique 2a
OCDE* : productivité par tête
(GA en %, lissée sur les 10 dernières années)



Graphique 2b
OCDE* : population de 20 à 60 ans
(GA en %, lissée sur les 10 prochaines années)



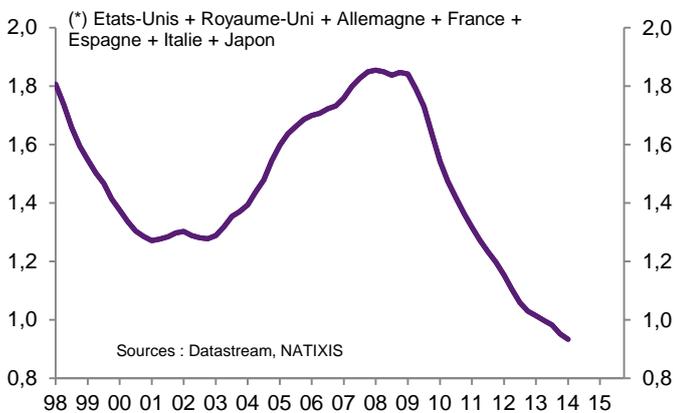
Graphique 2c
OCDE* : croissance potentielle
(volume, GA en %)



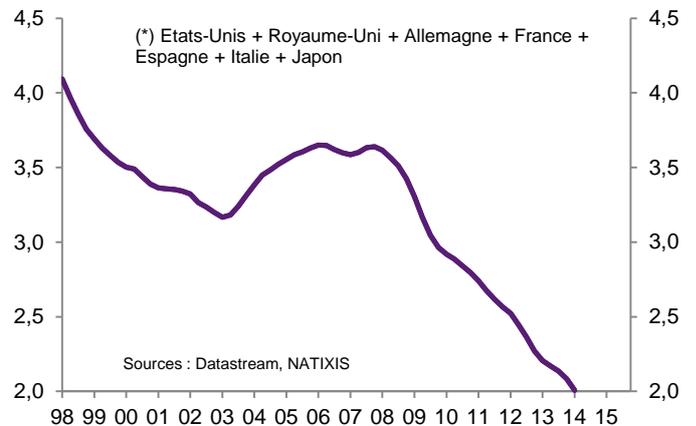
On voit le **ralentissement de la croissance potentielle depuis 2003** avec à la fois le ralentissement de la productivité et le vieillissement démographique.

En ajoutant à la croissance potentielle en volume la tendance de la croissance du prix du PIB (**graphique 3a**), nous estimons la **croissance potentielle en valeur (graphique 3b)**.

Graphique 3a
OCDE* : Prix du PIB
(GA en %, lissé sur les 5 dernières années)

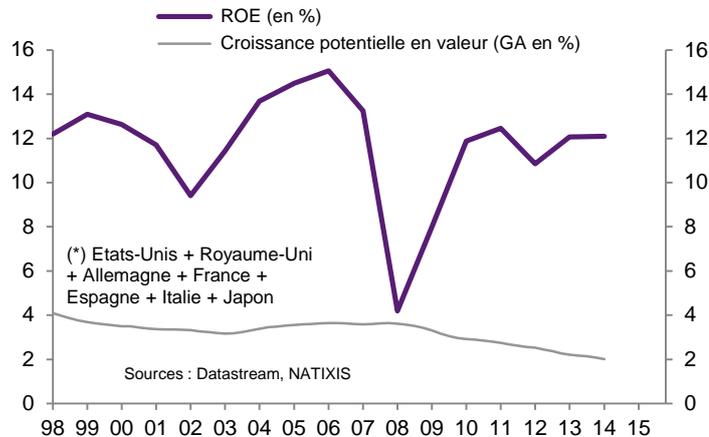


Graphique 3b
OCDE* : croissance potentielle en valeur
(GA en %)



On peut alors **comparer le rendement du capital** (des fonds propres, graphique 1b plus haut), **et la croissance potentielle en valeur** (graphique 3b ci-dessus) pour l'ensemble des pays de l'OCDE (**graphique 4**).

Graphique 4
OCDE*: croissance potentielle en valeur et ROE



On voit que, l'écart entre ROE et croissance potentielle en valeur a cru avec la diminution de la croissance potentielle en valeur : il est de 10 points aujourd'hui, il n'était que de 8 points en 1998, 9 points en 2010.

La norme de rentabilité du capital ne s'est pas ajustée à la baisse avec le recul de la croissance potentielle.

Il s'agit peut-être seulement d'une inertie : il faut du temps pour que les investisseurs, les entreprises ajustent à la baisse leur exigence de rentabilité lorsque la croissance de long terme diminue.

Supposons que cet écart entre rentabilité du capital et croissance potentielle persiste ; quelles seraient les conséquences de cette situation ?

Rentabilité du capital nettement plus élevée que la croissance potentielle : ceci ne vient plus de la prime de risque ou du levier d'endettement

La rentabilité des fonds propres est normalement égale à la croissance potentielle :

- accrue d'une prime de risque représentant le caractère incertain du revenu du capital ;
- accrue d'un terme lié à l'utilisation du levier d'endettement par les entreprises.

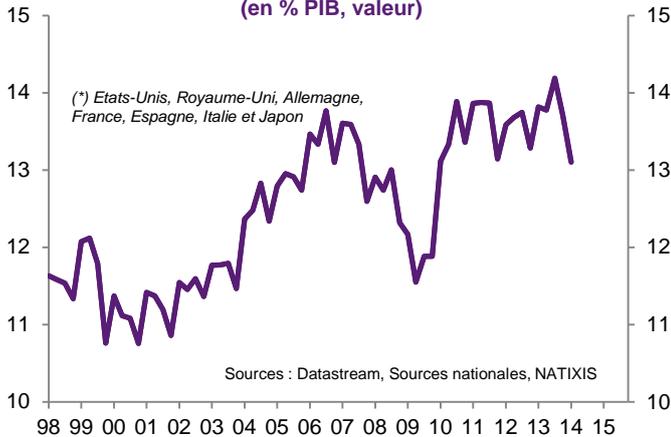
En dehors des récessions, la profitabilité des entreprises est forte et régulière (graphique 5).

Si la profitabilité est stable et forte, la prime de risque représentant l'incertitude sur le revenu du capital devrait être faible.

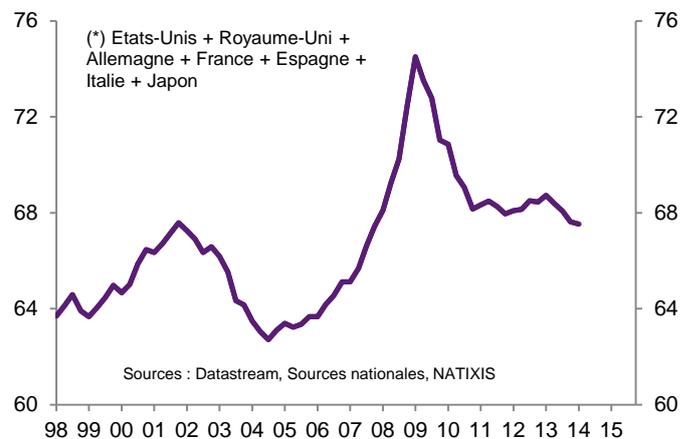
Par ailleurs, depuis la crise, les entreprises des pays de l'OCDE ont réduit leur levier d'endettement (graphique 6).

Nous ne pensons donc pas que le risque ou le levier d'endettement peuvent expliquer l'écartement entre le ROE et la croissance potentielle.

Graphique 5
OCDE* : profits après taxes, intérêts et avant dividendes
(en % PIB, valeur)



Graphique 6
OCDE* : dette entreprises
(en % du PIB valeur)



Comment obtenir un ROE supérieur nettement à la croissance potentielle ?

Si l'écart entre ROE et croissance potentielle ne vient ni de la valorisation du risque ni du levier d'endettement, il ne peut avoir que deux origines : la présence de rentes de monopole, la déformation du partage des revenus.

1- Rentes de monopole

Si les entreprises ont en moyenne des positions de monopole (d'oligopole), leurs marges bénéficiaires sont anormalement élevées, et leur rentabilité est poussée vers le haut.

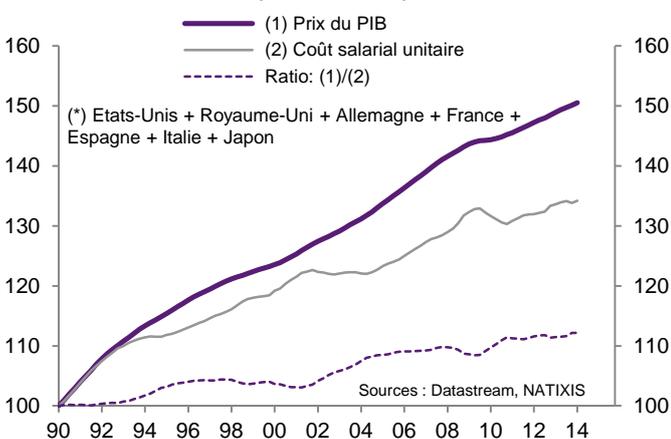
Des rentes de monopole peuvent venir de l'organisation (monopolistique, oligopolistique) des marchés des biens et services ; elles peuvent aussi venir de l'innovation, qui permet d'obtenir des **rentes d'innovation** sur les nouveaux produits.

Observe-t-on une ouverture des marges bénéficiaires pour l'ensemble des pays de l'OCDE ?

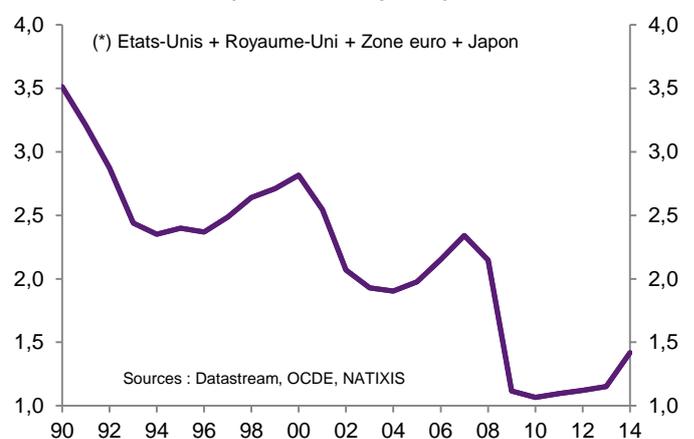
La réponse est positive depuis 2002 (graphique 7).

La position de monopole permet de produire moins, d'accumuler moins de capital (graphique 8), d'où une hausse du prix d'équilibre.

Graphique 7
OCDE* : prix du PIB et coût salarial unitaire
(100 en 1990:1)

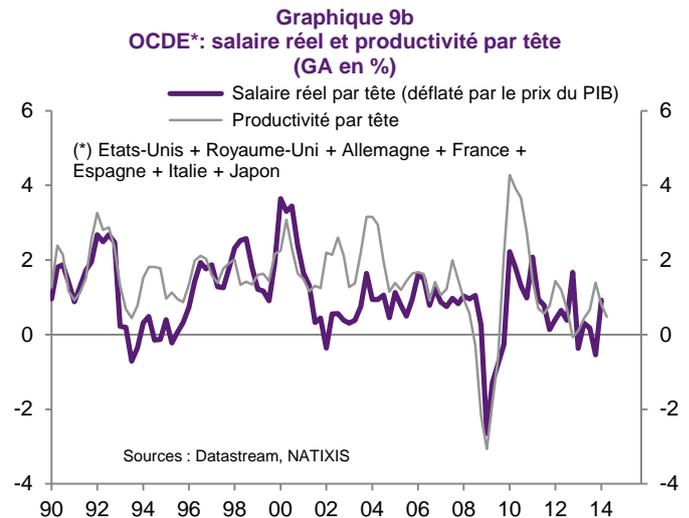
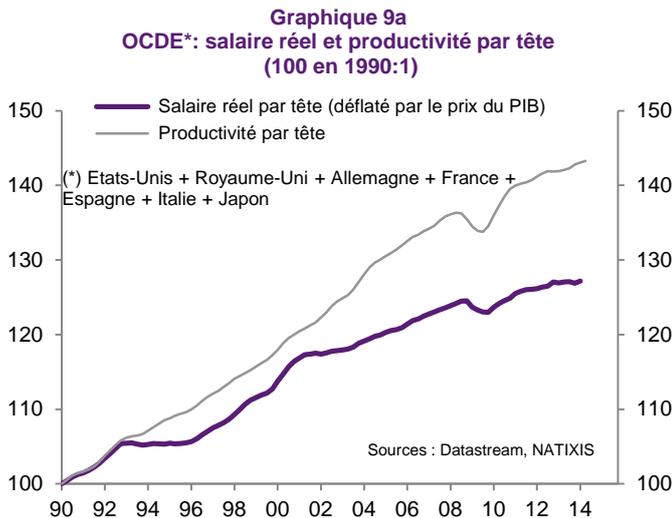


Graphique 8
OCDE* : Capital net productif
(volume, en % par an)



2- Déformation du partage du revenu

Une déformation du partage du revenu en défaveur des salariés accroît la rentabilité des entreprises. Le résultat est le même que celui de la position de monopole : une hausse des marges bénéficiaires, mais la cause est différente ; au lieu d'accroître leurs prix de vente par rapport à leurs coûts, les entreprises distribuent des salaires réels qui augmentent moins vite que la productivité. On voit donc une hausse des marges, mais associée à un freinage des salaires réels (graphiques 9a/b).



Il y a bien freinage du salaire réel par rapport à la productivité depuis 2001, cohérent avec l'hypothèse d'une déformation volontaire du partage des revenus.

La hausse des marges vue plus haut ne venant pas d'une croissance plus rapide des prix (graphique 7), elle vient sans doute plus de la déformation du partage des revenus que de la hausse des positions de monopole.

Synthèse : des causes claires d'un freinage supplémentaire de la croissance

Si les investisseurs, les entreprises n'ajustent pas à la baisse la rentabilité exigée du capital (le ROE) en fonction de la baisse de la croissance potentielle, alors :

- soit les **entreprises utiliseront des rentes de monopole** pour doper leur ROE ;
- soit les **entreprises comprimeront les salaires réels** pour déformer le partage des revenus en leur faveur, afin d'obtenir un ROE plus élevé.

Dans les deux cas, il y a perte de production : un monopole réduit la production pour accroître les prix ; le freinage des salaires réels réduit la demande. Dans le premier cas il s'agit d'un freinage de la production du côté de l'offre, dans le second cas du côté de la demande.

Nous pensons qu'on observe surtout un effort de déformation du partage des revenus par la compression des salaires.

Nous avons aussi montré que **l'écart ROE-croissance potentielle** pour les pays de l'OCDE ne pouvait pas s'expliquer par :

- une prime de risque liée à la volatilité du revenu du capital ;
- la hausse du levier d'endettement des entreprises.