

FLASH PROBLÈMES STRUCTURELS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

26 novembre 2014 – N° 950

Quels effets redistributifs de la baisse de la croissance potentielle ?

Aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro, au Japon et normalement, avec le freinage des gains de productivité et le vieillissement démographique, la croissance potentielle diminue. Nous nous demandons ce que sont les effets de cette croissance potentielle plus faible sur la situation des différents groupes d'agents économiques :

- *les salariés sont clairement pénalisés, puisque les salaires réels augmentent à moyen terme à la même vitesse que le PIB en volume ;*
- *les bénéficiaires de dépenses publiques (ménages recevant des transferts publics, retraités...) sont aussi pénalisés par la nécessité de réduire ces dépenses en raison de la moindre progression des recettes fiscales ;*
- *les entreprises ne sont pas nécessairement pénalisées ; il semble qu'elles parviennent à maintenir leur profitabilité en augmentant les salaires réels moins que la productivité ; ceci vient sans doute de ce que la rentabilité exigée du capital ne s'est pas ajustée à la baisse avec la baisse de la croissance potentielle ;*
- *les détenteurs anciens d'actifs financiers s'enrichissent : les taux d'intérêt à long terme baissent (d'où plus-values sur les obligations), la valorisation des actions reste forte si les taux d'intérêt réels à long terme baissent autant que la croissance potentielle en volume) ;*
- *les détenteurs nouveaux d'actifs financiers sont pénalisés avec le niveau bas des taux d'intérêt réels qui profitent au contraire aux emprunteurs ;*
- *enfin, les pays producteurs de matières premières sont pénalisés par la baisse des prix des matières premières avec la moindre croissance de la demande de matières premières. Cette baisse des prix profite au contraire aux pays consommateurs de matières premières.*

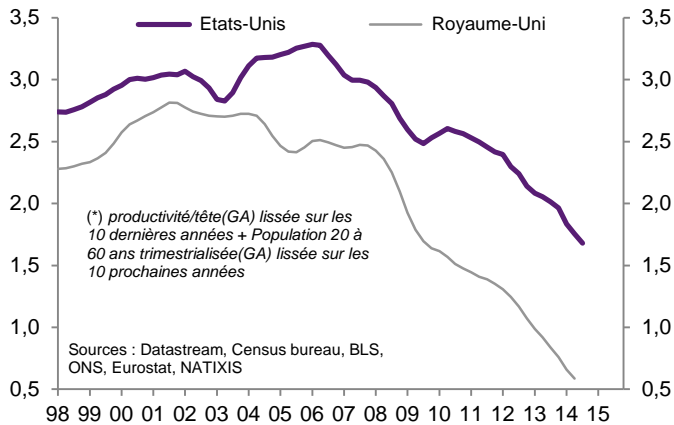
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Baisse généralisée de la croissance potentielle

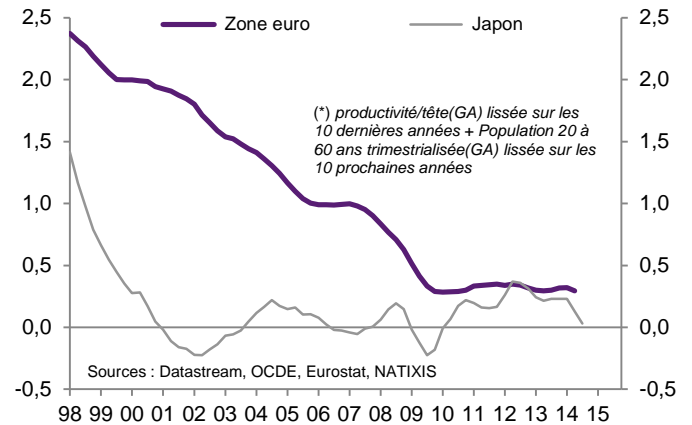
Avec le freinage des gains de productivité et le vieillissement démographique, la **croissance potentielle diminue** aux Etats-Unis, en Europe, au Japon, mondialement (**graphiques 1a/b/c**).

Nous nous demandons ce que sont les effets sur les différents groupes d'agents économiques de ce ralentissement de la croissance potentielle.

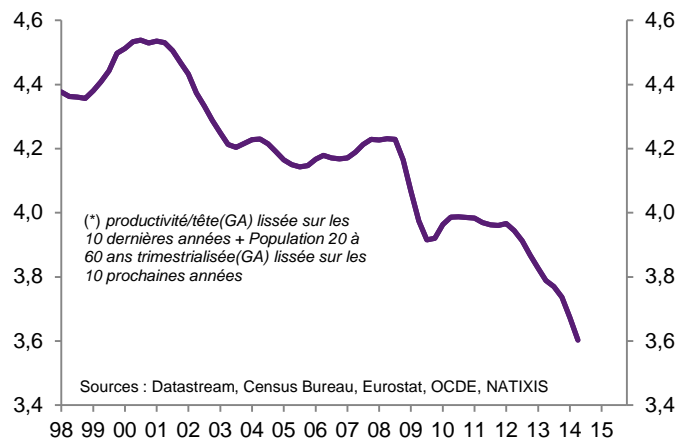
Graphique 1a
Croissance potentielle*
(volume, à 10 ans, GA en %)



Graphique 1b
Croissance potentielle*
(volume, à 10 ans, GA en %)



Graphique 1c
Monde : croissance potentielle*
(volume, à 10 ans, GA en %)



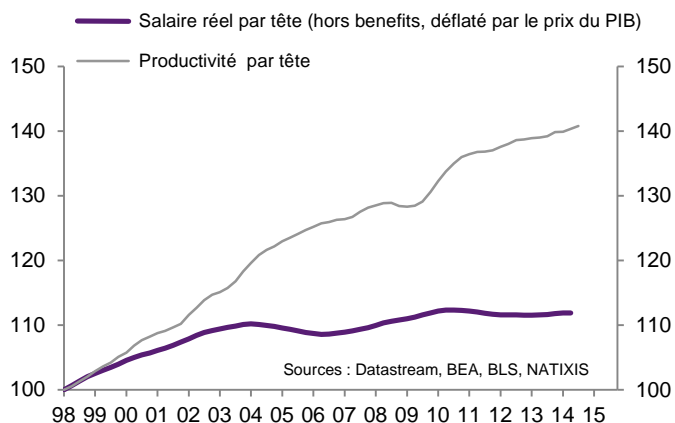
Effets redistributifs de la croissance potentielle plus faible

1- Effets sur les salaires

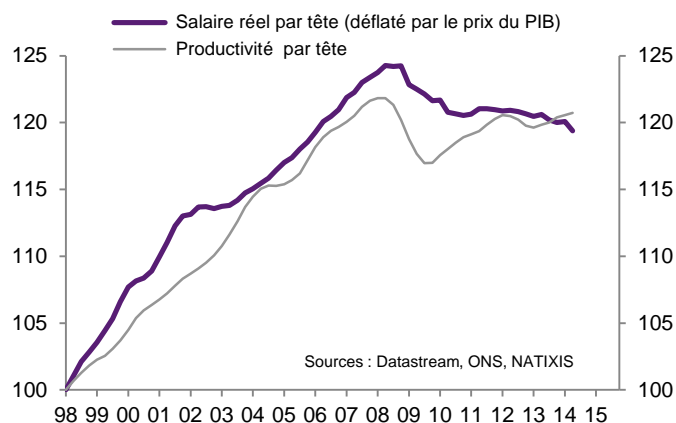
Même s'il peut y avoir des divergences à court terme (**graphiques 2a/b/c/d/e**), à **long terme les salaires réels doivent progresser au même rythme que la productivité par tête**. Le ralentissement de la productivité (**tableau 1**), qui est la cause essentielle de la baisse de la croissance potentielle, **réduit donc la croissance du revenu réel des salariés**.

Ceci est particulièrement marqué en **Europe et au Japon**.

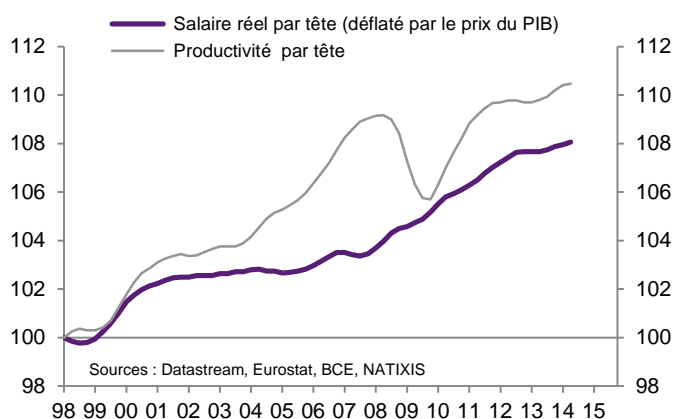
Graphique 2a
Etats-Unis : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1998:1)



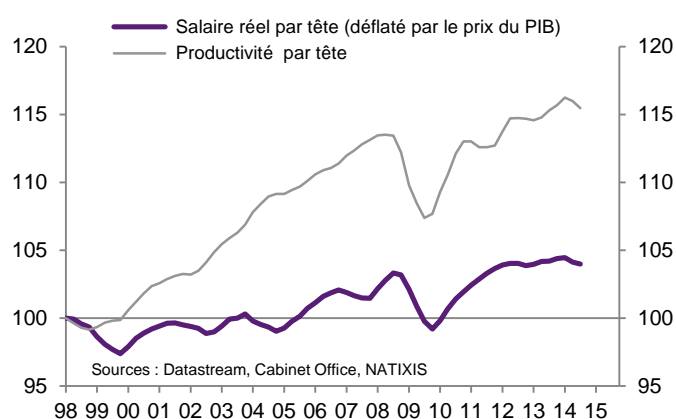
Graphique 2b
Royaume-Uni : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1998:1)



Graphique 2c
Zone euro : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1998:1)



Graphique 2d
Japon : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1998:1)



Graphique 2e
Monde : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1998:1)

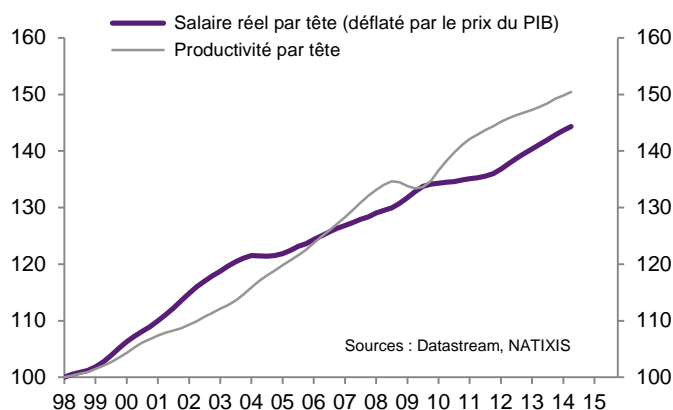


Tableau 1
Moyenne de la croissance des gains de productivité par tête

	Etats-Unis	Royaume-Uni	Zone euro	Japon	Monde
1970-1979	1,38	2,38	2,86	4,42	-
1980-1989	1,17	1,84	1,84	3,28	1,90
1990-2003	2,31	2,12	1,28	1,15	2,72
2004-2014	1,64	0,59	0,60	0,82	2,63

Source : Natixis

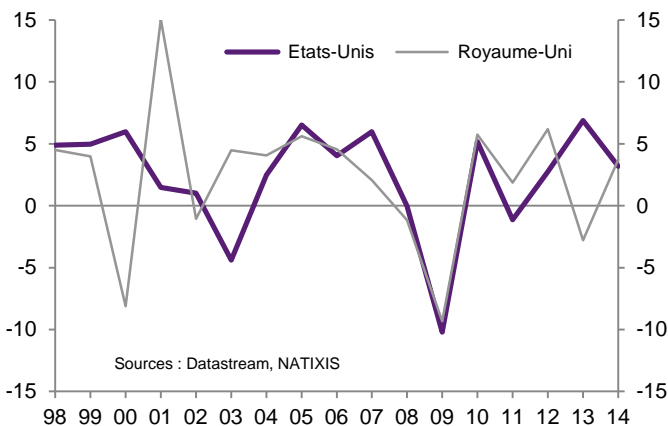
2- Effets sur les bénéficiaires de dépenses publiques

La baisse de la croissance potentielle réduit la progression des recettes fiscales (graphiques 3a/b), ce qui va imposer la réduction des dépenses publiques (graphiques 4a/b), qui apparaît déjà.

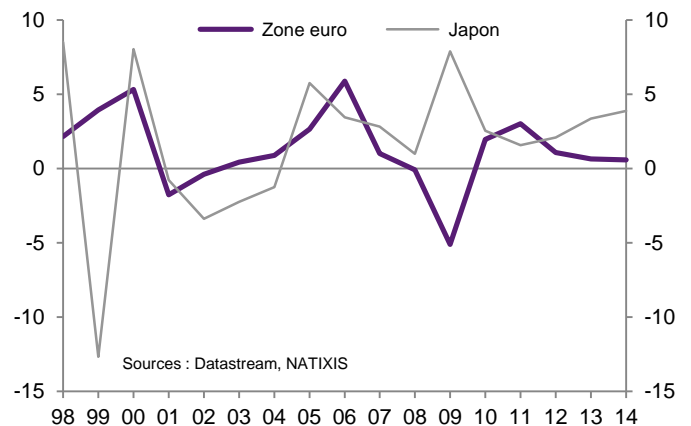
Les bénéficiaires de dépenses publiques seront donc pénalisés par la croissance potentielle plus faible :

- salaires des Administrations Publiques ;
- bénéficiaires de transferts sociaux (santé, prestations familiales...) ;
- retraites.

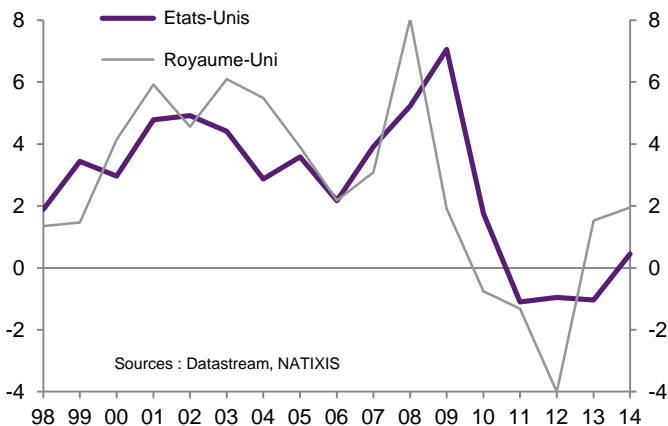
Graphique 3a
Recettes fiscales réelles
(déflatées par le prix du PIB, en %/an)



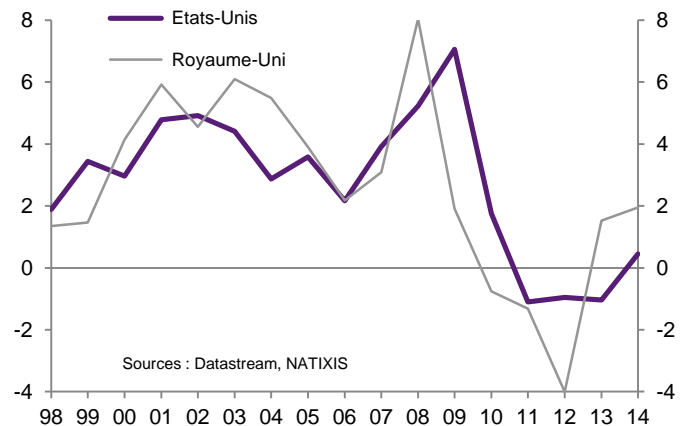
Graphique 3b
Recettes fiscales réelles
(déflatées par le prix du PIB, en %/an)



Graphique 4a
Dépenses publiques réelles
(déflatées par le prix du PIB, en %/an)



Graphique 4a
Dépenses publiques réelles
(déflatées par le prix du PIB, en %/an)



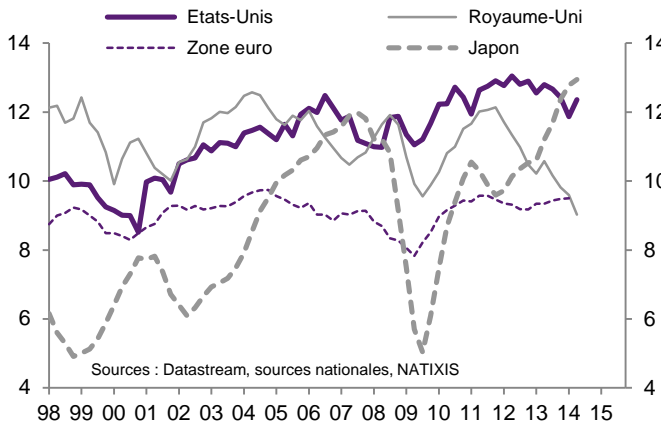
3- Effets sur les entreprises

On observe aujourd'hui que **le freinage de la croissance n'empêche pas les entreprises de conserver une profitabilité forte (graphique 5).**

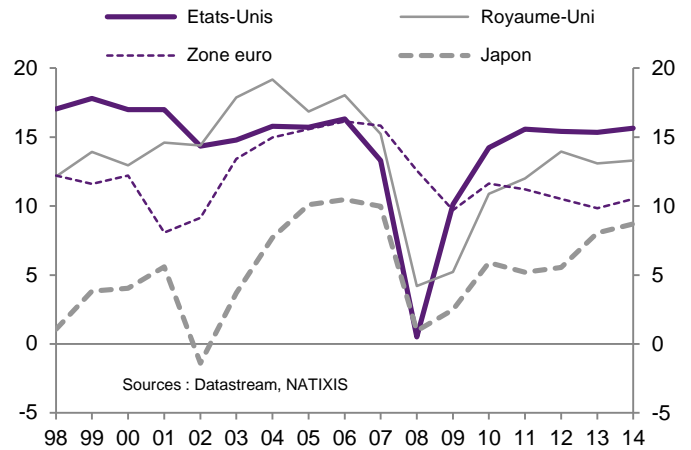
Ceci vient de **la capacité des entreprises**, dans de nombreux pays (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon, Espagne, Allemagne, mais pas France et Italie) **à déformer en leur faveur le partage des revenus lorsque la croissance est faible.**

On peut rapprocher cette capacité du fait que **la baisse de la croissance potentielle n'a pas entraîné une baisse correspondante de la rentabilité exigée du capital (graphique 6)**, ce qui crée un biais défavorable aux salariés, mais favorable à l'investissement.

Graphique 5
Profits après taxes, intérêts et dividendes
(en % du PIB valeur)



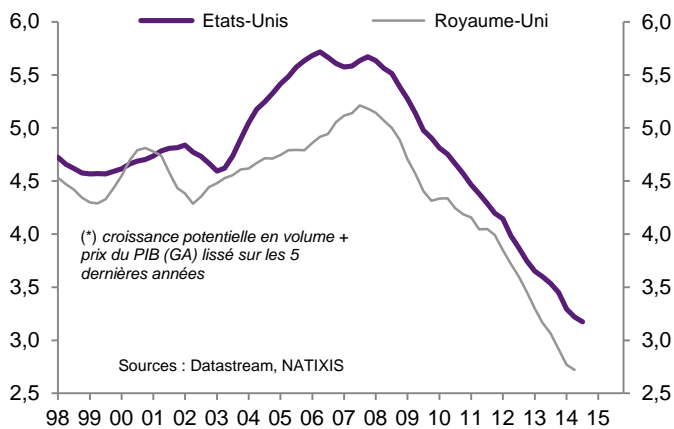
Graphique 6
ROE



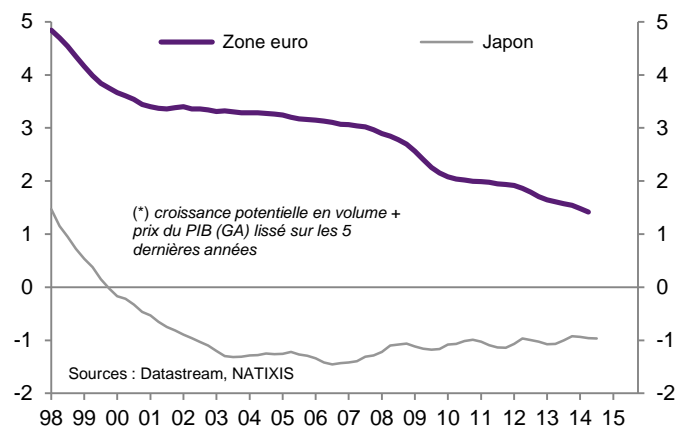
4- Effets sur les détentions d'actifs financiers et sur les emprunteurs

Il faut d'abord noter qu'avec le recul de l'inflation, qui est aussi lié au recul de la croissance potentielle en volume (par exemple au travers de son effet sur les prix des matières premières), **la croissance potentielle en valeur recule aussi beaucoup (graphiques 7a/b/c)** ; au Japon, elle est négative.

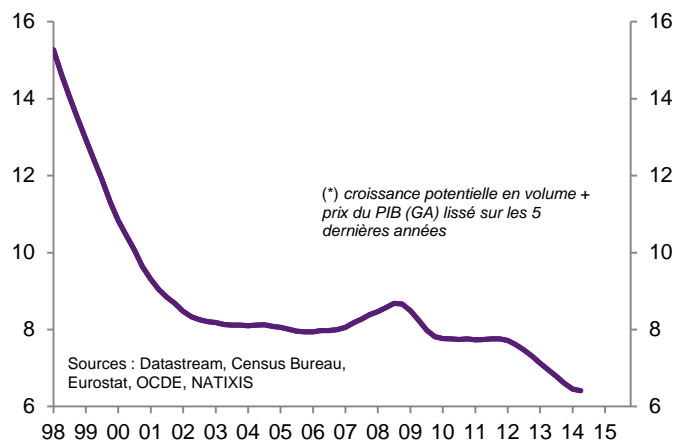
Graphique 7a
Croissance potentielle nominale*
(GA en %)



Graphique 7b
Croissance potentielle nominale*
(GA en %)

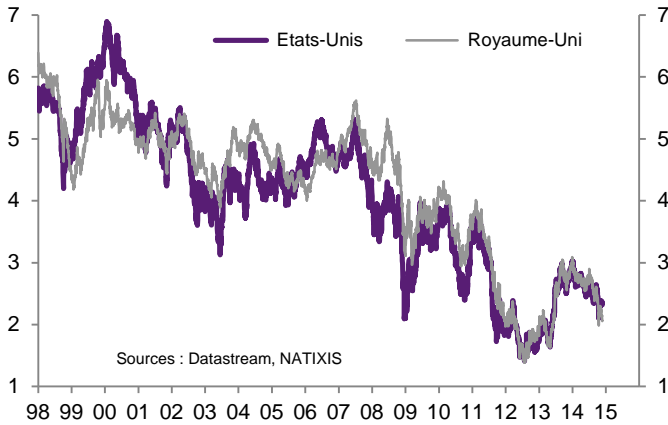


Graphique 7c
Monde : croissance potentielle nominale*
(GA en %)

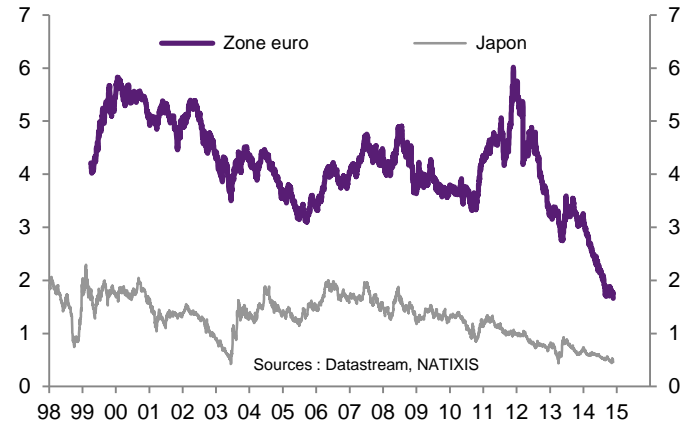


Puisqu'à la fois la croissance potentielle en volume et la croissance potentielle en valeur reculant, **les taux d'intérêt à long terme nominaux et réels diminuent** (graphiques 8a/b/c et graphiques 9a/b/c).

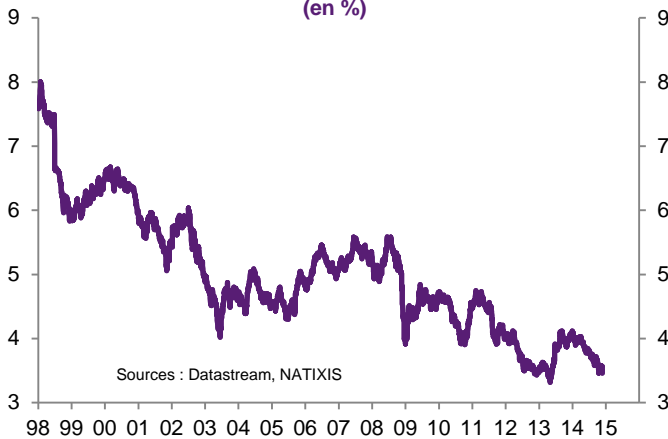
Graphique 8a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat
(en %)



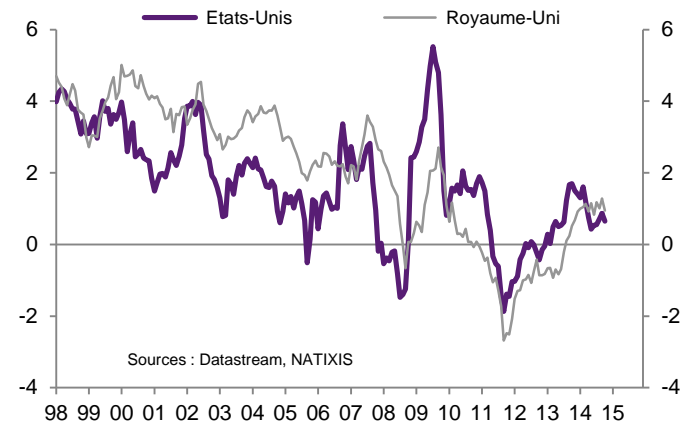
Graphique 8b
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat
(en %)



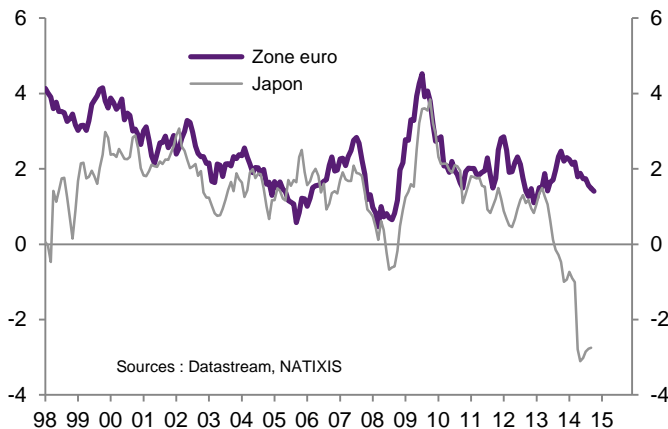
Graphique 8c
Monde : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts
d'Etat
(en %)



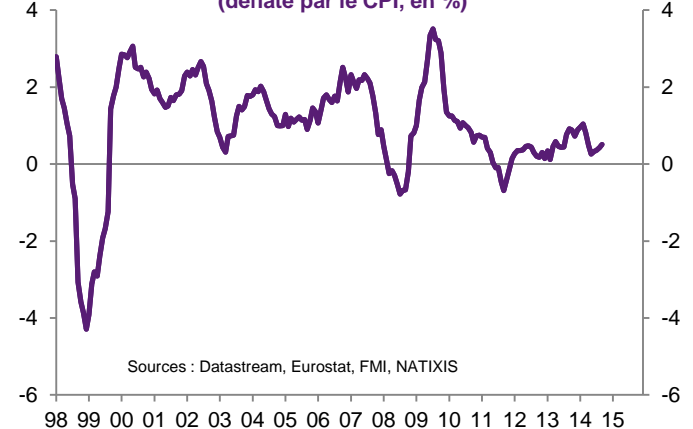
Graphique 9a
Taux d'intérêt 10 ans réel sur les emprunts d'Etat
(déflaté par le CPI, en %)



Graphique 9b
Taux d'intérêt 10 ans réel sur les emprunts d'Etat
(déflaté par le CPI, en %)

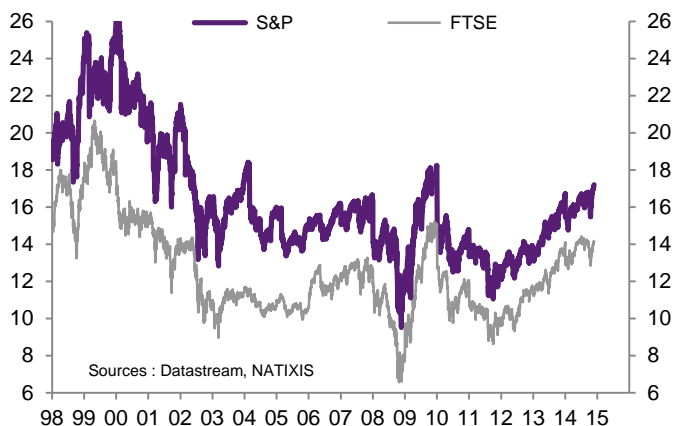


Graphique 9c
Monde : taux d'intérêt réel à 10 ans sur les
emprunts d'Etat
(déflaté par le CPI, en %)

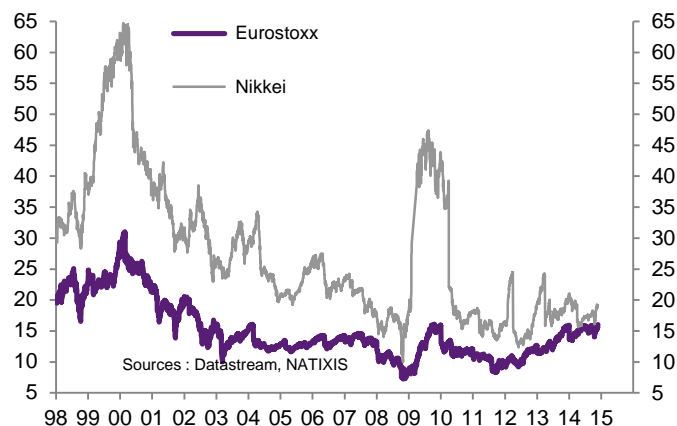


Par ailleurs, puisque **les taux d'intérêt nominaux à long terme ont baissé autant que la croissance potentielle nominale**, la valorisation des actions n'a pas reculé (graphiques 10a/b/c).

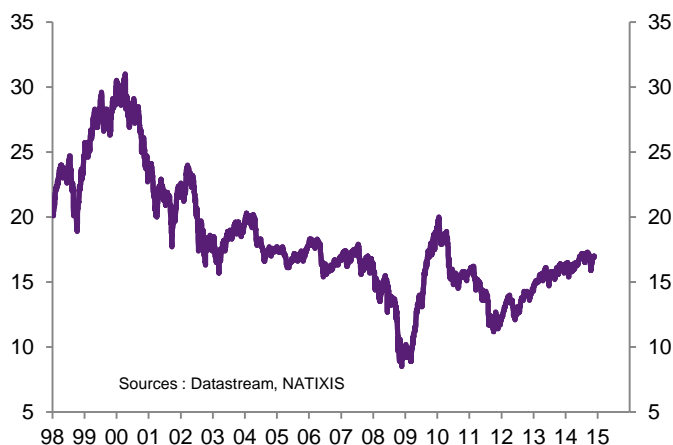
Graphique 10a
PER sur les résultats futurs



Graphique 10b
PER sur les résultats futurs



Graphique 10c
Monde : PER



Les effets de la baisse de la croissance potentielle sur les détenteurs d'actifs financiers et sur les emprunteurs sont alors clairs :

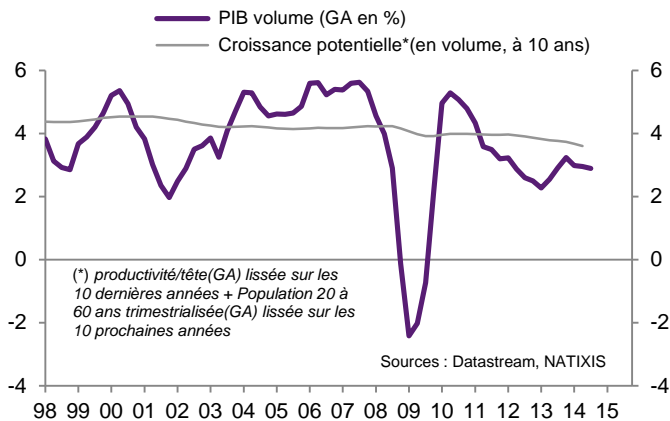
- cette baisse est favorable aux détenteurs anciens d'actifs financiers, puisqu'ils réalisent des plus-values en capital avec la baisse des taux d'intérêt nominaux à long terme et le maintien d'une valorisation élevée des actions ;
- cette baisse est favorable aux nouveaux emprunteurs et défavorable aux épargnants (aux nouveaux acheteurs d'actifs) avec la baisse des taux d'intérêt réels.

5- Effets sur les producteurs de matières premières

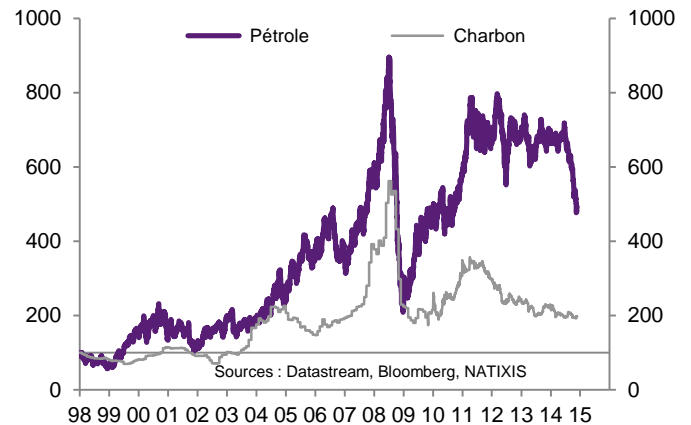
La croissance mondiale et la croissance potentielle du Monde deviennent inférieures au seuil qui conduit à une hausse des prix des matières premières (autour de 4%, graphique 11).

Il en résulte une baisse des prix des matières premières (graphiques 12a/b) qui est bien sûr défavorable aux pays producteurs de matières premières.

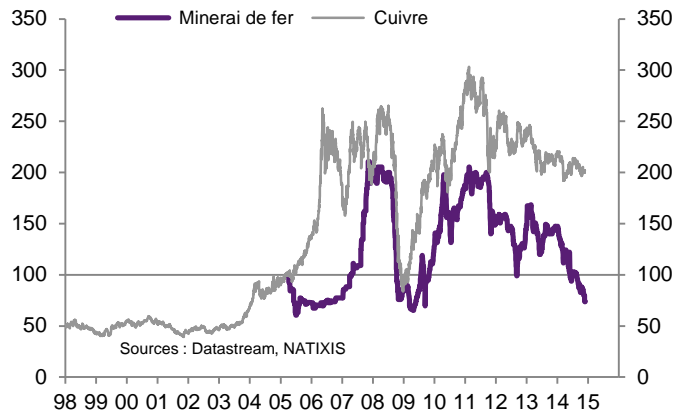
Graphique 11
Monde : croissance potentielle et croissance du PIB
(volume)



Graphique 12a
Prix des matières premières
(100 en 1998:1)



Graphique 12b
Prix des matières premières
(100 en 2005:3)



Synthèse : la baisse de la croissance potentielle n'est pas défavorable à tous les groupes d'agents économiques

La baisse de la croissance potentielle est, comme on s'y attend, défavorable aux salariés, à ceux qui recourent des transferts publics, aux producteurs de matières premières, aux épargnants (avec la baisse des taux d'intérêt).

Mais elle est favorable :

- **aux détenteurs anciens d'actifs financiers** (avec la baisse des taux d'intérêt nominaux) ;
- **aux emprunteurs** (avec la baisse des taux d'intérêt réels) ;
- **peut-être même aux entreprises**, qui arrivent à déformer le partage des revenus pour ne pas subir de baisse du rendement du capital, malgré le recul de la croissance potentielle.