

INÉGALITÉS ET MARCHÉS FINANCIERS

« Mieux vaut prendre le changement par la main avant qu'il ne vous saisisse par la gorge » : CHURCHILL.

Avant de publier dans quelques jours les perspectives 2019 pour l'économie mondiale et les marchés, on trouvera ici une réponse à une question fréquemment posée. Peut-on imputer aux marchés financiers l'aggravation des inégalités ? Oui, si l'on admet que depuis les années 90, la pression des actionnaires institutionnels a obligé les entreprises à comprimer les coûts et accroître la rentabilité des fonds propres. Oui, si l'on admet que le « quantitative easing », les injections de liquidités opérées par les banques centrales après la crise de 2008, a facilité l'appréciation des bourses et de l'immobilier, des actifs d'épargne détenus majoritairement par les catégories les plus favorisées. Mais, l'aggravation des inégalités a d'autres causes, la faible revalorisation du salaire minimum et la faiblesse des politiques de redistribution aux Etats-Unis, l'insuffisante qualification d'une partie de la main d'œuvre dans des pays comme l'Italie, la faiblesse du taux d'emploi et le chômage structurel en Europe du Sud explicables par les insuffisances du système d'éducation ou les rigidités du marché du travail.

La faible évolution des salaires réels date des années 90. Elle a longtemps été amortie par la facilitation du crédit. Comme l'a noté *Boyer* : « **Le laxisme du crédit apparaît comme un substitut à une couverture sociale en bonne et due forme** ». Néanmoins, l'endettement atteint des limites.

Dans les pays de l'OCDE, en dépit de faibles gains de productivité, la rentabilité des fonds propres des firmes augmente mais le partage des revenus évolue au détriment des salariés.

Dans plusieurs pays, la contestation de l'aggravation des inégalités et la propagation du populisme, fragilisent les démocraties et induisent une incertitude supplémentaire dans les marchés financiers. Dans l'anticipation des tendances sur les marchés financiers on doit intégrer de nouveaux paramètres, l'instabilité politique qui prime sur l'évolution de la conjoncture économique et la déstabilisation sociale qui gêne la mise en œuvre des programmes économiques dans certains pays.

A la question d'une relation entre aggravation des inégalités et l'évolution des marchés financiers on tentera de répondre en analysant d'abord l'incidence de la pression des actionnaires sur les entreprises cotées depuis le début des années 90 et en examinant ensuite l'incidence des politiques monétaires mises en œuvre depuis la crise de 2008.

I. La pression des marchés sur la rentabilité : 3 angles.

- Premier constat : L'inflexion du partage du revenu entre salaires et capital :

Depuis 1993, parmi les pays de l'OCDE, on observe une déformation du partage des revenus, diminution de la part des salaires, augmentation de la part du capital. Des salariés moins protégés, des syndicats en recul, et dans le même temps une pression accrue des actionnaires institutionnels sur les sociétés pour qu'elles « créent de la valeur » en faveur de l'actionnaire. Ces vingt-cinq dernières années, les sociétés ont accru l'excédent d'épargne et souvent affiché des taux d'autofinancement supérieurs à 100%, les dividendes ont augmenté et représentent 4% du PIB aux Etats-Unis et plus de 5% du PIB en Europe mais l'effort d'investissement est resté stable entre 11% et 13% du PIB et l'évolution des salaires a été plus lente que celle de la productivité/tête. Pour la seule année 2018, à la hausse des salaires de 3.1% fait écho un accroissement de 9% des dividendes à \$500 milliards, soit un taux de distribution de 33%.

Conséquence de cette stabilité de l'effort d'investissement, une diminution des gains de productivité et un ralentissement de la croissance économique. Topique, la faible croissance du Japon, car les entreprises, depuis 2003, affichent des cash-flows supérieurs aux investissements, gardent beaucoup de liquidités, n'augmentent que faiblement les salaires, ce qui s'avère préjudiciable à la consommation.

- Second constat : Des attentes trop élevées sur la rentabilité des fonds propres :

Sous la pression des actionnaires, les exigences de rentabilité du capital ont été élevées, obligeant les entreprises à user du levier de la dette et de la possibilité de racheter leurs propres actions. Ainsi la rentabilité des fonds propres des entreprises (le ROE, « return on equity ») a augmenté de 9% du PIB vers 1998 à 12.5% aujourd'hui. Mais, un tel chiffre devrait être un résultat et non un objectif.

- Troisième constat : La baisse des taux d'impôt sur les sociétés :

La concurrence entre les Etats déployant ses effets, de nombreux gouvernements ont abaissé le taux d'impôt sur les sociétés pour renforcer l'attractivité de leur territoire. Le mouvement le plus significatif a été enregistré aux Etats-Unis : d'une part Trump a abaissé le taux d'impôt sur les sociétés de 35 à 20%, une économie de \$125 milliards pour les sociétés, une incidence de 12 points sur un profit après impôt en hausse de 21% en 2018, d'autre part il a imposé une taxe faible de 15% aux rapatriements des \$2300 milliards de capitaux détenus par les sociétés américaines à l'étranger. Ainsi, au 1^{er} semestre, on évalue à \$600 milliards les rapatriements. Néanmoins, le taux d'investissement, environ 10%, n'a guère augmenté car le taux d'utilisation des capacités n'est pas très élevé et le cycle économique est déjà avancé. Le taux d'endettement des entreprises n'a pas non plus baissé. Et, à l'échelle de l'Etat, financer cette mesure a été accompagné d'une augmentation du déficit budgétaire à 3.9%, \$779 milliards en 2018, d'un recul des dépenses de protection sociale car les recettes du gouvernement fédéral sont tombées au plus bas niveau des cinquante dernières années, 16.4% du PIB.

II. L'incidence des politiques monétaires d'injections de liquidités :

Les banques centrales, dans l'histoire, ont eu pour rôle l'apport de liquidités permettant aux taux réels d'être proches de la croissance en volume. Depuis 2003 et surtout depuis 2009, leur mission a été de facto étendue au maintien de la solvabilité d'Etats aux prises avec un endettement élevé. Conséquence, les banques centrales gardent un œil sur les taux longs, les taux réels sont inférieurs à la croissance en volume, ce qui rend plus supportable la dette et parfois permet de la réduire. De ces politiques monétaires, on peut analyser trois facettes :

- Les conséquences des injections de liquidités : « *Un art de vivre par temps de catastrophe* » Camus.

Dans l'OCDE, les taux à dix ans s'élevaient à 5% en 2000, aujourd'hui, grâce aux injections, ils sont à moins de 2%. Et ceci est bien utile, car, dans l'intervalle, la dette publique des pays membres de l'OCDE est passée de moins de 70% à 115% du PIB.

Depuis 2008/2009, les banques centrales, d'abord la FED et la Banque d'Angleterre, puis à partir de 2012, la Banque du Japon et en 2015 la Banque Centrale Européenne ont injecté des liquidités et abaissé les taux d'intérêt, donc le coût du capital, à un niveau proche de zéro, inférieur à l'inflation et inférieur au taux de croissance de l'économie.

Sous un angle économique, les entreprises ont ainsi trouvé une nouvelle incitation à substituer du capital au travail, à profiter des taux bas pour s'endetter. Dans la concurrence entre facteurs de production, le capital, mobile par essence, est favorisé par rapport au travail, souvent moins mobile. La suraccumulation de capital a provoqué une diminution de la productivité marginale du capital. En permettant des investissements peu efficaces, les politiques monétaires d'injections ont fait baisser la croissance potentielle, les entreprises faiblement productives ont pu survivre, les surcapacités ont persisté entretenant un climat de déflation.

Sous un angle monétaire, les injections ont favorisé l'apparition de bulles immobilières, un écrasement des primes de risque, une contraction des « spreads » de crédit, des valorisations élevées pour les valeurs mobilières mais pas d'augmentations de salaires. Les taux réels sont faibles, voire, depuis 2011, souvent négatifs car, outre les injections, l'épargne est élevée, la recherche d'actifs sans risque est forte (voir le taux à 10 ans de l'Allemagne à 0.21%). Les injections ont également poussé les taux nominaux en zone négative dans certains pays, ce qui a pénalisé les fonds de pension.

Sous l'angle de la firme, riches de liquidités, les entreprises n'ont pas investi mais préféré consacrer \$1200 milliards en 2018 aux rachats de leurs actions, l'équivalent de plus de 5% du PIB, après 4% en 2016 et en 2017. Ainsi ont-elles pu porter leur ROE de 6% en moyenne dans l'OCDE en 2009 pendant la crise à plus de 10% cette année. De tels rachats inquiètent car ils traduisent un manque d'idées et sont financés par des émissions obligataires. Cela laisse à penser que la rentabilité des investissements non réalisés est inférieure au coût du capital et cela provoque une diminution de la base capitalistique, une diminution du nombre d'actions cotées, donc une contraction de la Bourse. A très court terme, les investisseurs se réjouissent car la Bourse s'apprécie mais à plus long terme, cela montre que la

Bourse joue moins le rôle de source de financement puisqu'en 2018, le solde émissions-rachats va être négatif de 4% de la capitalisation.

De toutes les grandes banques centrales, seule la FED poursuit une politique active de remontée des taux, 9 hausses depuis 2015, ce qui lui permet d'attirer l'épargne internationale pour le financement de sa dette et de son déséquilibre courant et ce qui l'aidera à gérer un retournement du cycle économique. Les autres banques poursuivent des politiques expansionnistes, la plus agressive étant la Banque du Japon. Depuis la fin des années 90, les taux sont proches de 0, donc inférieurs aux taux de croissance du PIB et, depuis 2012, les injections équivalent à 13% du PIB chaque année. Le taux de chômage est certes à un plus bas de 2.4% mais la Banque centrale maintient ses injections. Cette politique a permis un financement sans difficulté d'une dette publique passée de 1.1x le PIB à la fin des années 90 à 2.25x aujourd'hui et a permis une dépréciation du Yen mais n'est pas parvenue à porter l'inflation à 2%. On observe également une stabilité de la dette des entreprises à 1x le PIB, de celle des ménages à près de 0.6x, du taux d'épargne des ménages à 5% du revenu disponible et on n'a pas assisté à une floraison d'investissements inefficaces.

La politique monétaire est également très expansionniste en Suisse : le taux officiel est négatif de 0.75% alors que le pays n'a pas été confronté à une récession et enregistrera une croissance du PIB de 2.5% en 2018.

Au moment où la BCE s'apprête à conserver les taux négatifs mais stopper ses injections initiées en avril 2015, un bilan n'est pas inutile : le succès est indéniable dans la gestion des primes de risque, le niveau des taux longs est bas (pensons au Portugal endetté à 135% du PIB et dont le taux à 10 ans n'est qu'à 1.60%). Succès également dans la dépréciation de l'Euro, même si toutes les entreprises n'ont pas su augmenter leurs parts de marché à l'export. Succès encore avec un redressement des taux de profit facilité par la baisse des frais financiers, même si la croissance de l'investissement est modérée. La faiblesse, c'est une courbe des taux assez plate qui pénalise les banques. L'interrogation porte sur l'action de la banque en cas de retournement du cycle car elle n'aura probablement pas amorcée une remontée des taux.

- Des politiques favorisées par la faiblesse de l'inflation :

Si les banques centrales ont pu prolonger ces politiques d'injections, c'est parce qu'elles n'avaient pas à craindre l'inflation. Loin, les années 60 et 70, une époque caractérisée par l'indexation des salaires sur l'inflation, une époque d'inflation qualifiée de « rampante ». Rares, désormais, sont les augmentations de salaires. Les causes : un moindre taux de syndicalisation, une multiplication des auto-entrepreneurs et des petites firmes de services, une diffusion du travail temporaire et une multiplication des emplois peu qualifiés.

- L'indépendance des banques centrales en question ? « ***Le fait de déléguer aux gouverneurs des banques centrales des pouvoirs économiques étendus me semble absolument contraire aux principes libéraux*** » **FRIEDMAN** dans « Inflation et système monétaire ».

L'indépendance des banques centrales date des années 80 quand il a fallu être sûr que la lutte contre l'inflation soit menée. Aujourd'hui, l'hydre inflationniste a disparu et les banques centrales mènent sans vergogne des politiques

expansionnistes dont rêvaient les gouvernants, car, en abaissant le coût de la dette, cela permet des politiques budgétaires expansionnistes.

La critique est aisée mais reconnaissons qu'indéniablement, on doit aux décisions des banques centrales une contribution majeure à la sortie de crise des grandes économies à partir de 2009 aux Etats-Unis et 2012 en Europe. Récemment, en Turquie, en Inde, aux Etats-Unis, les dirigeants politiques ont essayé d'entraver cette indépendance, de freiner les hausses de taux mais sans succès. C'est mieux ainsi car autant, on aurait pu reprocher aux banques centrales leurs excès dans l'injection des liquidités, autant, on ne peut déplorer leur volonté de majorer les taux. Partout, au regard des niveaux d'endettement, les taux d'intérêts sont encore à un niveau faible. Pour les gouvernants, freiner la hausse des taux, c'est tenter de différer la fin du cycle économique mais c'est aussi obérer la capacité de stimulation des banques centrales lors de la prochaine crise.

Même indépendantes, les banques centrales ont étendu leur mission à une vigilance sur les taux longs qui permet de préserver la solvabilité budgétaire des Etats. Aux Etats-Unis, la FED réduit son bilan de \$50 milliards/mois mais, dans ses réinvestissements peut décider d'allonger les échéances.

Conclusion :

- *Les risques accrus de contestation* : le mouvement de révolte ressenti en France ne restera probablement pas isolé, même si le pays se caractérise par une des pressions fiscales les plus élevées à 35% du PIB en incluant la TVA. Mais les prestations sociales, près d'un tiers du PIB, y sont plus élevées qu'ailleurs, le salaire minimum par rapport au salaire médian y est élevé, la déformation dans le partage des revenus y est modérée, les inégalités après redistribution y sont inférieures à beaucoup d'autres pays et n'ont pas augmenté, le pourcentage des personnes au seuil de pauvreté, 13%, y est sensiblement inférieur à celui observé en Espagne ou aux Etats-Unis, 22% et 24% respectivement. Donc pensons au mot de Churchill si l'on veut préserver les démocraties libérales ouvertes sur le monde.

- *Les politiques monétaires accommodantes restent indispensables* : Au regard du niveau très élevé de la dette dans le monde, globalement 3x le PIB de la planète, soit 1x pour la dette publique et 2x pour la dette privée, les politiques monétaires d'injections massives de liquidités ne peuvent être trop décriées car en abaissant les taux, elles ont évité une crise plus profonde et un chômage plus élevé. Encore aujourd'hui, alors que les taux de chômage sont très bas dans une majorité des grands pays, les politiques monétaires gardent un biais expansionniste. On voit néanmoins apparaître une réévaluation des risques de crédits avec une augmentation brutale des « spreads » sur les obligations « high yield ».

- *Les politiques monétaires nécessitent des correctifs* : ces politiques monétaires ont suscité une distorsion des prix relatifs en faveur de la valorisation des actions et de l'immobilier, profitant aux détenteurs de patrimoine et donc accroissant les inégalités avec des salariés confrontés à une faible variation du revenu réel depuis deux à trois

décennies. La bourse américaine qui avait enregistré un plus bas en mars 2009, a affiché un plus haut mi-2018. L'indice S&P 500 était à 666 le 6 mars 2009, il est à 2506. Tombée à 60% du PIB en 2009, la capitalisation de la bourse américaine a atteint récemment 1.4x le PIB. La part des salaires dans la valeur ajoutée doit être à nouveau accrue et les dépenses de protection sociale doivent être concentrées sur les moins favorisés.

- *La contraction des Bourses* : les bourses ne sont plus pour les entreprises des vecteurs de financement mais des peaux de chagrin. Aux Etats-Unis, la liquidité nette (augmentations de capital moins dividendes et rachats) se réduit au rythme annuel de 1% du PIB, même 2 à 4%/an ces dernières années et le nombre de sociétés cotées, du fait des fusions ou des retraits de la Bourse, se réduit rapidement. En Europe et au Japon, le solde émissions-distributions est nul.

- *Les pressions pour accroître le ROE sont excessives* : ceci d'autant plus que le ROE est déjà très supérieur au taux sans risque. La notion de création de valeur ne doit pas être restreinte à l'actionnaire mais étendue aux salariés et partenaires de l'entreprise, clients et fournisseurs. Il faut donc faire évoluer les normes de rentabilité du capital. Excessifs les rachats d'actions car il y a moins d'investissements, moins de gains de productivité et donc une moindre croissance du PIB. Excessive, également, la « dictature des marchés » à l'encontre des banques centrales et des gouvernements. Excessive, enfin, l'exigence aux Etats-Unis d'une publication des résultats chaque trimestre car elle détourne les entreprises d'une vision à long terme.

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.