

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

22 août 2011 – N° 614

La seule solution à la crise : la « vraie » inflation avec le retour des hausses de salaires partout où c'est possible

L'excès d'endettement public et privé est généralisé dans les pays de l'OCDE (Etats-Unis, Royaume-Uni, pays du sud de la zone euro, Japon). La résorption de l'excès d'endettement par un supplément d'épargne et par la réduction de la demande est trop lente et trop coûteuse en croissance (la solvabilité des ménages américains ne s'améliore pas, il y a crise des dettes publiques aux Etats-Unis, dans le sud de la zone euro, le chômage augmente..). Pour éviter un défaut généralisé sur les dettes publiques et privées, la seule solution est le retour de l'inflation domestique (l'inflation importée ne réduit pas les taux d'endettement) ; celle-ci ne peut s'obtenir que par des hausses de salaires plus fortes dans les pays où la situation des entreprises le permet : les Etats-Unis, le Royaume-Uni, pays du nord de la zone euro, Japon). Il y aurait alors croissance plus rapide et baisse des taux d'intérêt réels, à condition que les Banques Centrales ne réagissent pas au supplément d'inflation, donc réduction des taux d'endettement.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

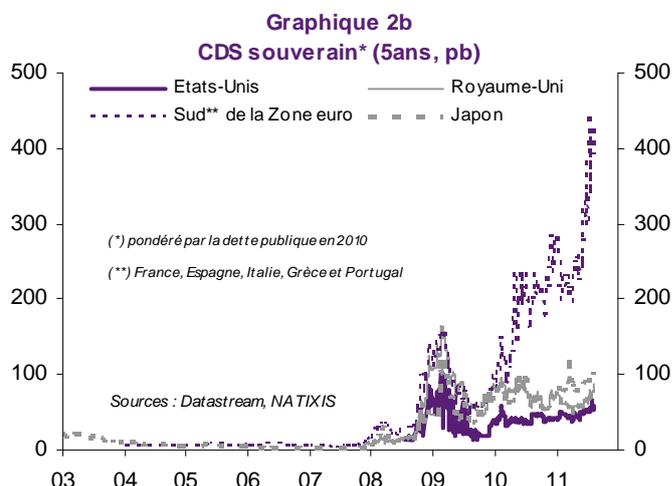
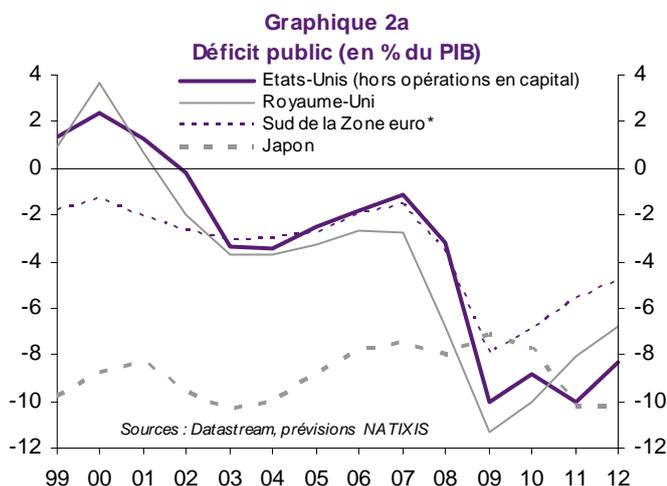
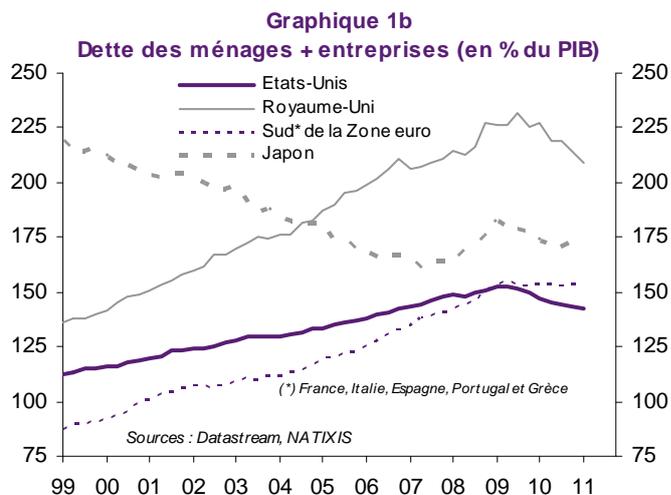
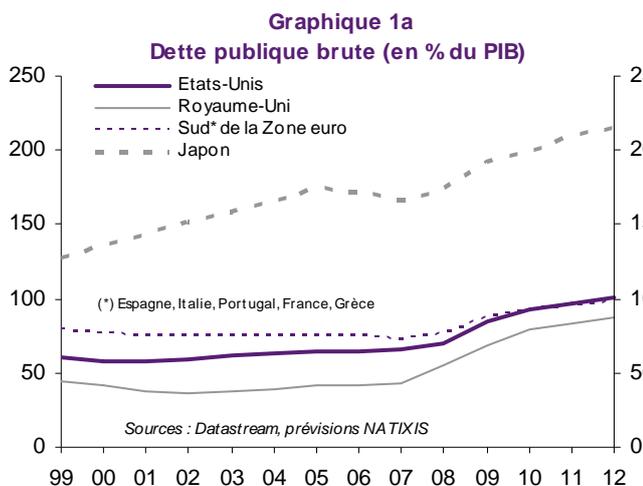
Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

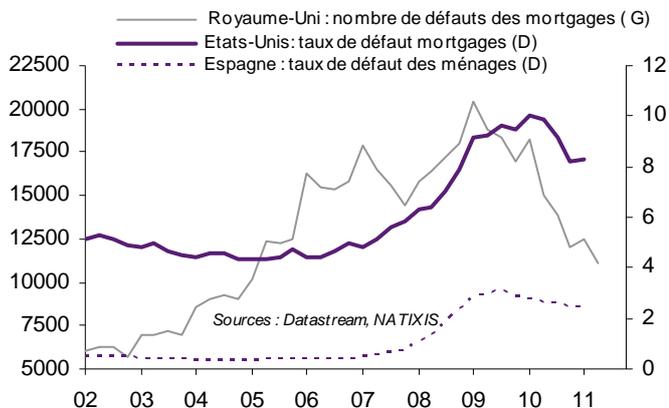
Excès d'endettement général

Les taux d'endettement public et privé sont, dans les pays de l'OCDE, presque partout trop élevés. Ceci est le cas aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans le sud de la zone euro, au Japon (graphiques 1a/b) et se voit :

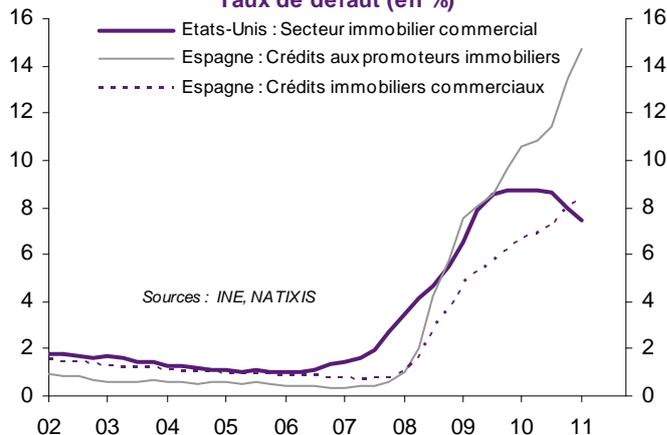
- à la nécessité de réduire les déficits publics (graphique 2a), surtout dans les pays atteints par la crise des dettes publiques dans la zone euro (graphique 2b) ;
- au niveau élevé des défauts des ménages ou sur d'autres crédits liés à l'immobilier (graphiques 3a/b/c) aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans les pays périphériques de la zone euro ;
- au désendettement du secteur privé (graphique 4).



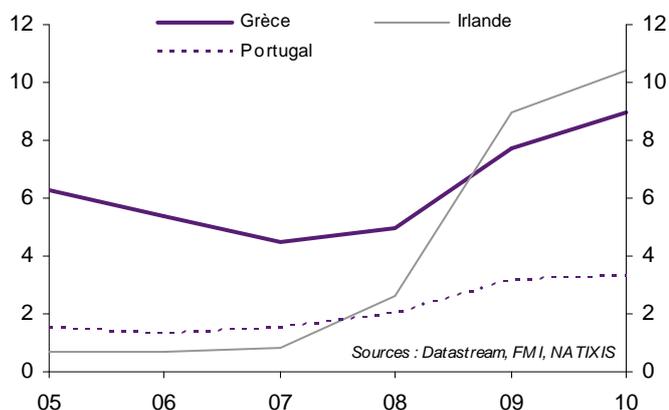
Graphique 3a
Taux de défaut des ménages (en %)



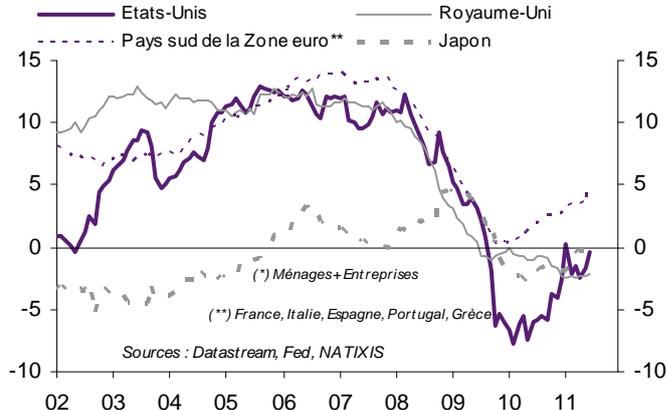
Graphique 3b
Taux de défaut (en %)



Graphique 3c
Taux de Non Performing Loans (en % du total)



Graphique 4
Crédits au secteur privé* (GA en %)

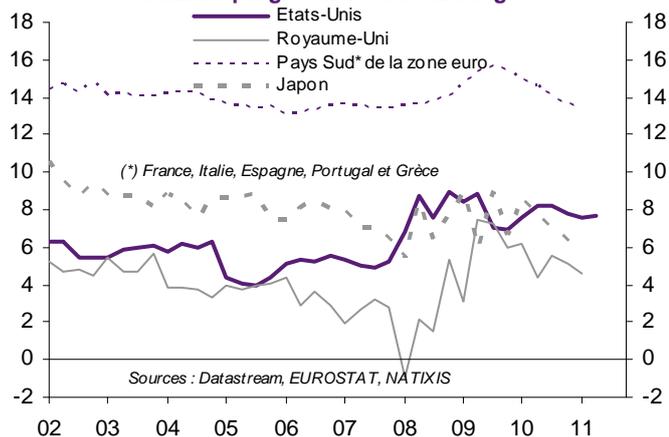


La résorption de l'excès d'endettement par l'effort d'épargne est trop lente et trop coûteuse en croissance

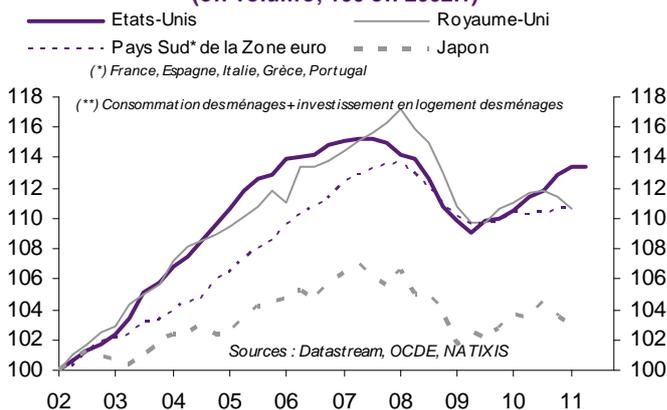
La méthode mise en place aujourd'hui pour réduire les taux d'endettement est l'effort d'épargne et la réduction de la dépense :

- les Etats réduisent les déficits publics (graphique 2a plus haut) ;
- les ménages épargnent davantage et réduisent leur demande (graphiques 5a/b) ;
- les entreprises accroissent leurs profits (graphique 6a) et réduisent leurs investissements (graphique 6b), d'où une forte hausse de leurs taux d'autofinancement (graphique 6c).

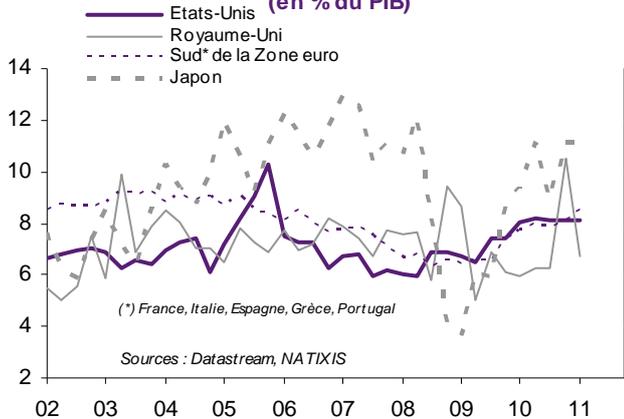
Graphique 5a
Taux d'épargne brute des ménages



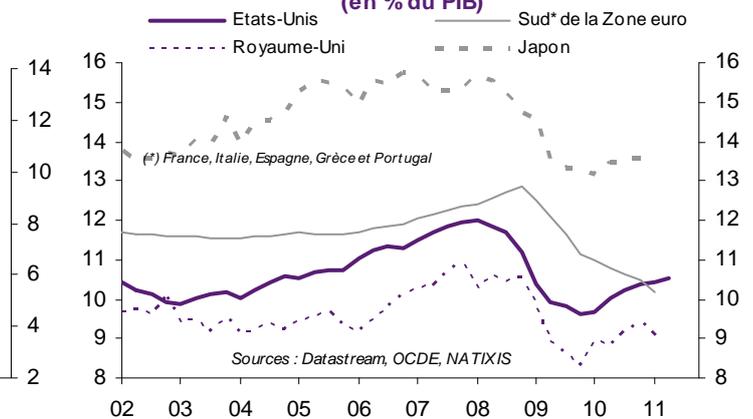
Graphique 5b
Demande des ménages** (en volume, 100 en 2002:1)



Graphique 6a

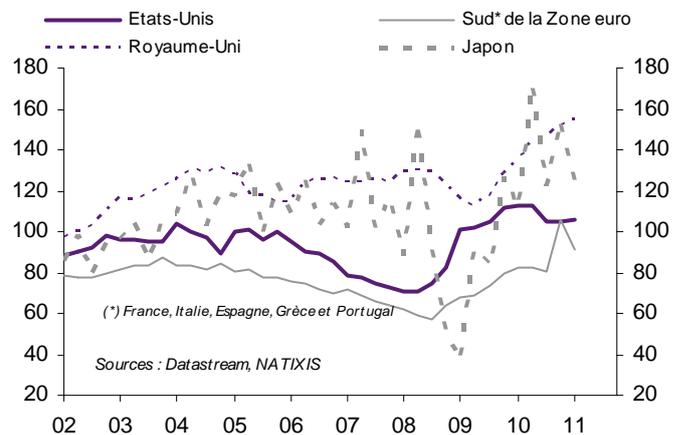
Profits après taxes, intérêts et dividendes
(en % du PIB)

Graphique 6b

Investissement total des entreprises
(en % du PIB)

Graphique 6c

Taux d'autofinancement

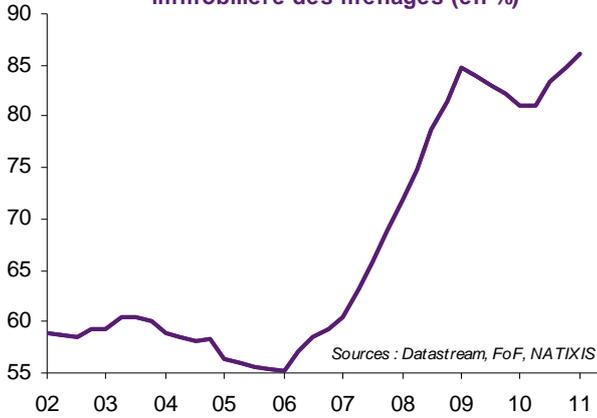


Mais cette stratégie (accroître l'épargne, réduire la demande) est inefficace et coûteuse en emplois :

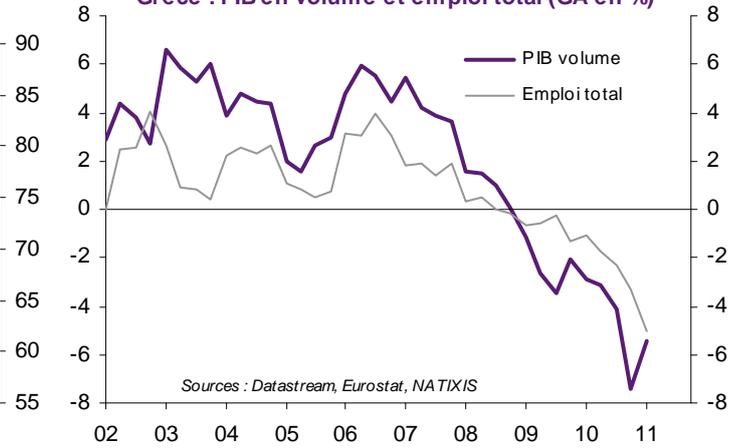
- la réduction des taux d'endettement est lente (graphiques 1a/b plus haut) ; il n'est pas sûr qu'elle se produise ; par exemple :
 - aux États-Unis, la solvabilité des ménages (mesurée par le rapport dette/richeesse immobilière, graphique 7 continue à se dégrader) ;
 - en Grèce, la perte de croissance et d'emplois est si forte (graphique 8a) que le déficit public ne se réduit plus (graphique 8b).
- cette stratégie est très coûteuse en croissance et en emplois (graphiques 9a/b), particulièrement aujourd'hui dans les pays européens touchés par la crise des finances publiques (graphique 9c).

On voit donc que cette stratégie de réduction de l'endettement par la hausse de l'épargne et la baisse de la dépense conduit à une impasse : dans plusieurs cas, la solvabilité ne s'améliore pas, le coût en emplois est insupportable.

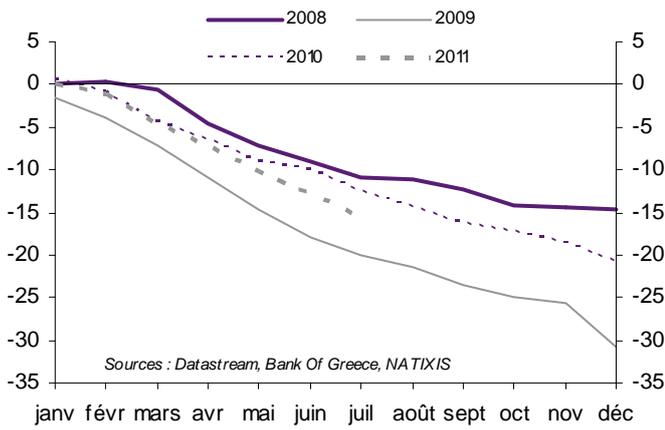
Graphique 7
Etats-Unis : ratio dette sur richesse immobilière des ménages (en %)



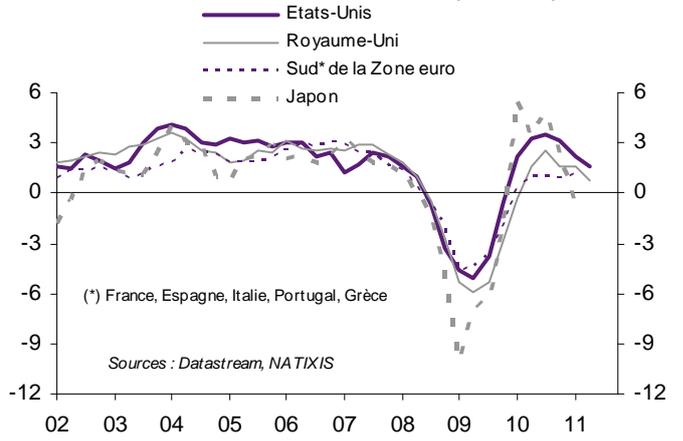
Graphique 8a
Grèce : PIB en volume et emploi total (GA en %)



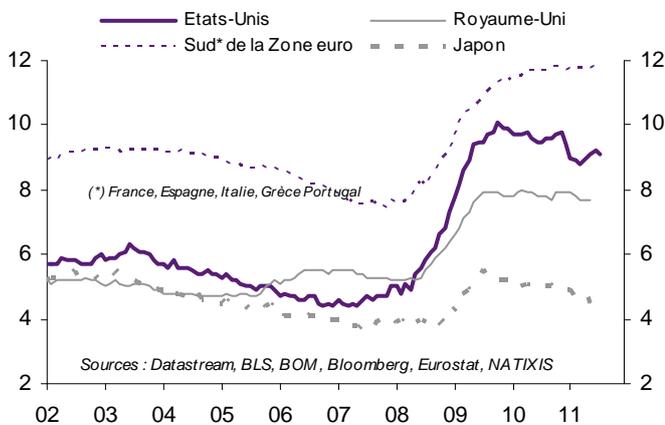
Graphique 8b
Grèce : déficit public cumulé (en Mds €)



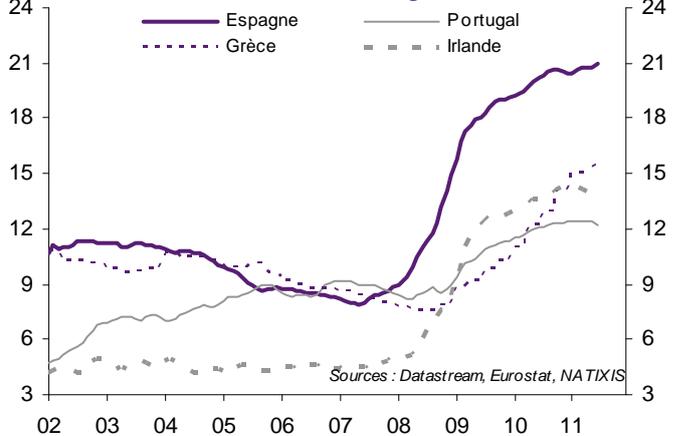
Graphique 9a
Croissance du PIB en volume (GA en %)



Graphique 9b
Taux de chômage



Graphique 9c
Taux de chômage



La seule solution : l'inflation domestique

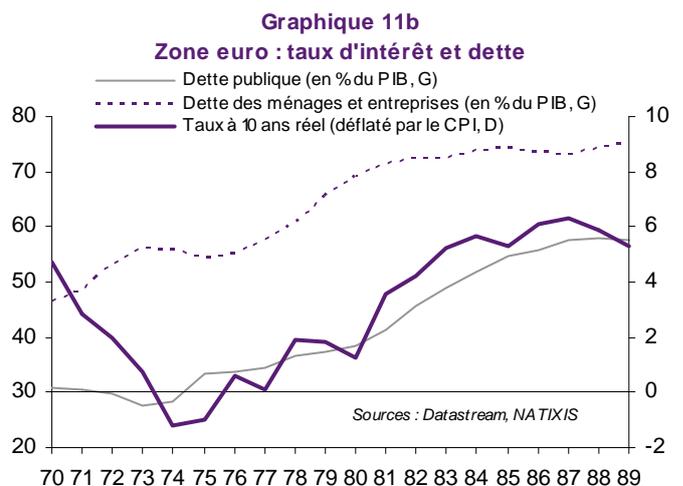
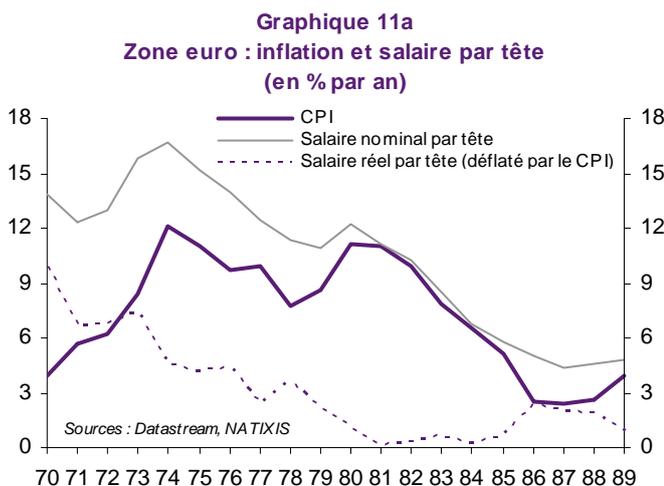
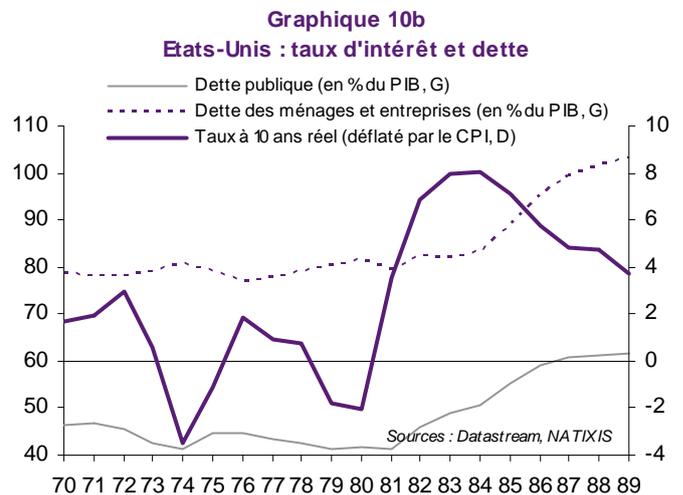
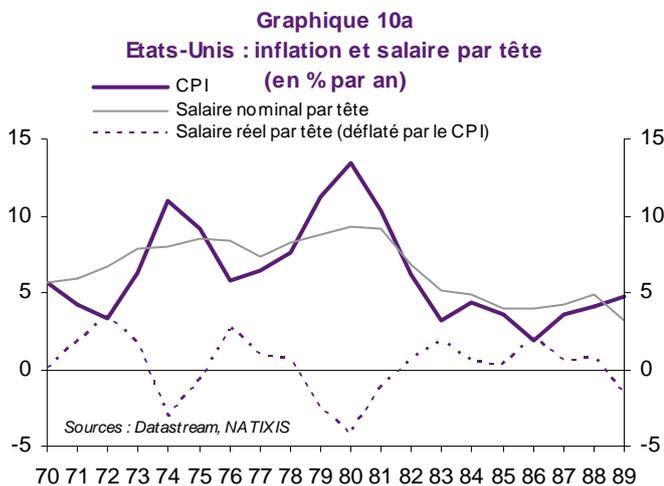
L'inflation importée (par la hausse des prix des matières premières, par la dépréciation du change) ne réduit pas les taux d'endettement car elle réduit les revenus au lieu de les accroître :

L'inflation domestique due à la hausse des salaires peut réduire les taux d'endettement par deux mécanismes :

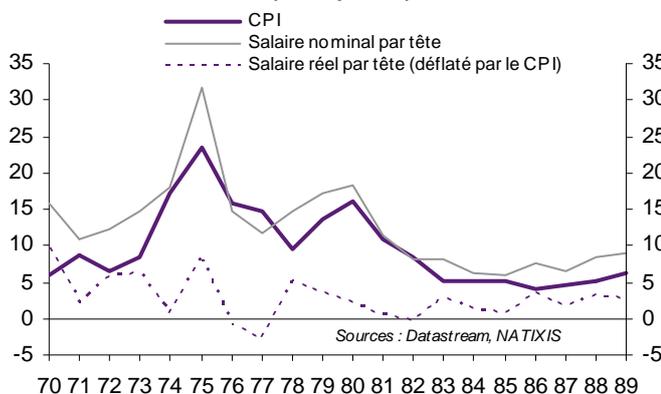
- la hausse de la demande, si la hausse des salaires nominaux conduit aussi à celle des salaires réels ;
- la baisse des taux d'intérêt réels, si les Banques Centrales ne réagissent pas au supplément d'inflation.

Qu'a-t-on observé à la fin des années 1970 et début des années 1980 ?

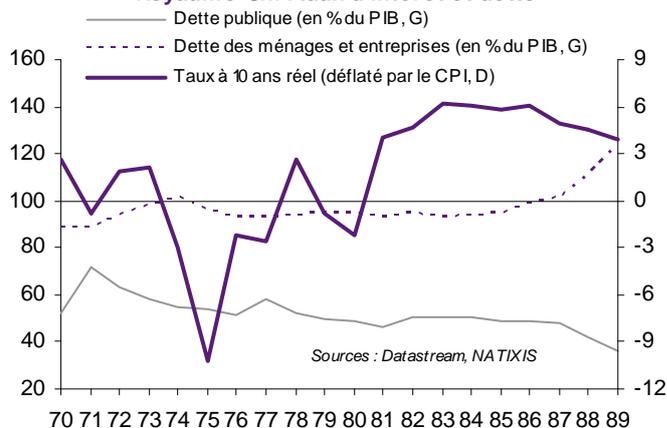
Il y a parallèlement inflation et hausse des salaires nominaux (graphiques 10a, 11a, 12a, 13a), d'où des taux d'intérêt réels négatifs jusqu'au début des années 1980 et la stabilisation ou même la baisse des taux d'endettement publics et privés (graphiques 10b/11b/12b/13b).



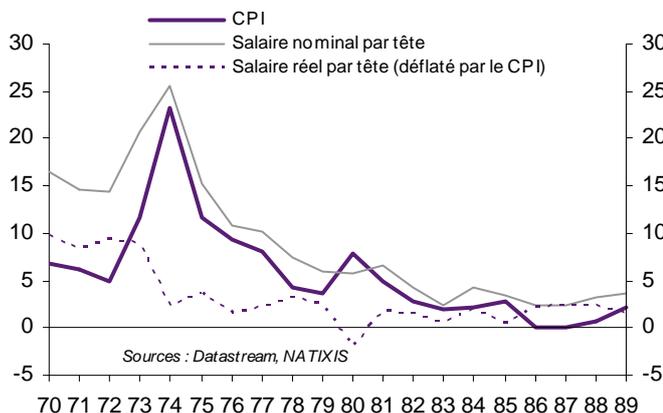
Graphique 12a
Royaume-Uni : inflation et salaire par tête
(en % par an)



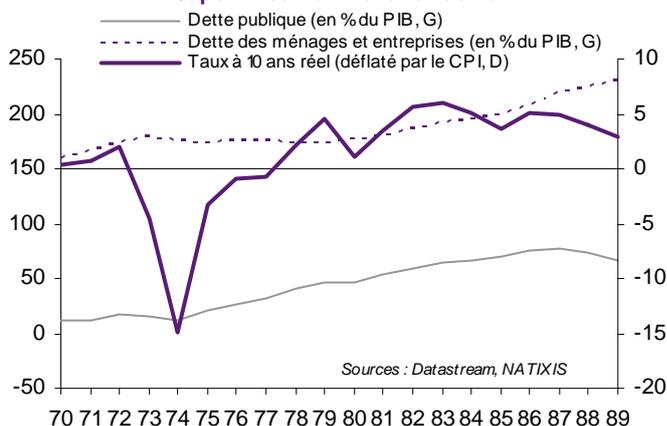
Graphique 12b
Royaume-Uni : taux d'intérêt et dette



Graphique 13a
Japon : inflation et salaire par tête (en % par an)



Graphique 13b
Japon : taux d'intérêt et dette



Où pourrait-on
augmenter les salaires
aujourd'hui ?

On peut augmenter les salaires là où :

- la rentabilité des entreprises est forte ;
- la compétitivité est bonne ;
- le partage des revenus s'est déformé exagérément au détriment des salariés.

Ceci est le cas aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, dans le nord de la zone euro, mais pas dans le sud de la zone euro.

Aux Etats-Unis, la rentabilité est forte (graphique 14a), et il y a dépréciation réelle du change malgré la hausse des coûts salariaux grâce à la dépréciation nominale (graphiques 14b/c/d). Le déficit extérieur vient de l'insuffisance d'épargne, pas des coûts de production (graphique 14e) ; le partage des revenus s'est déformé au détriment des salariés depuis 2000 (graphique 15a).

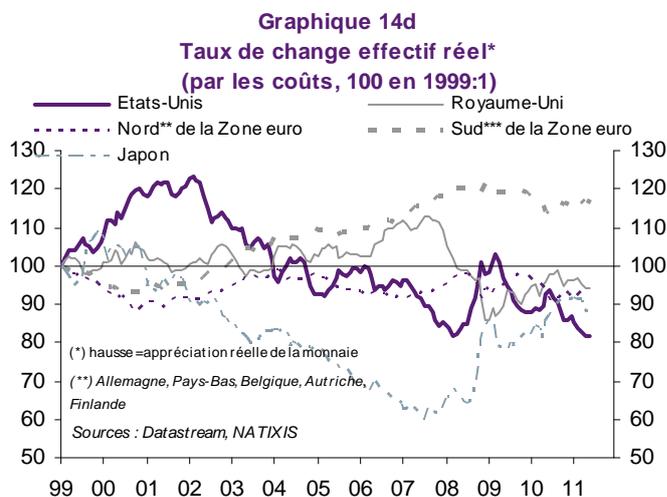
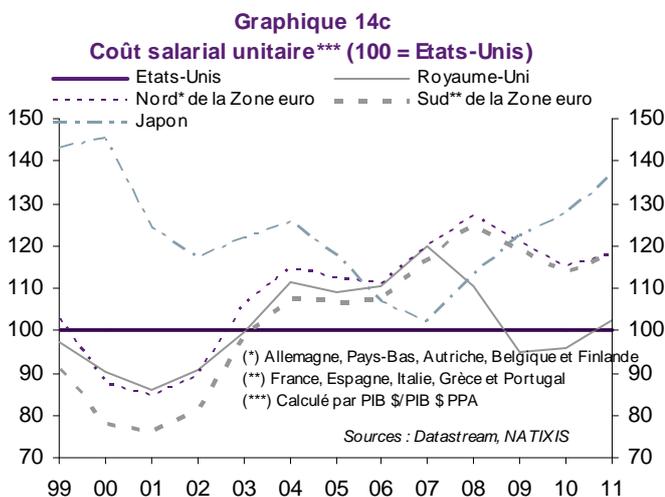
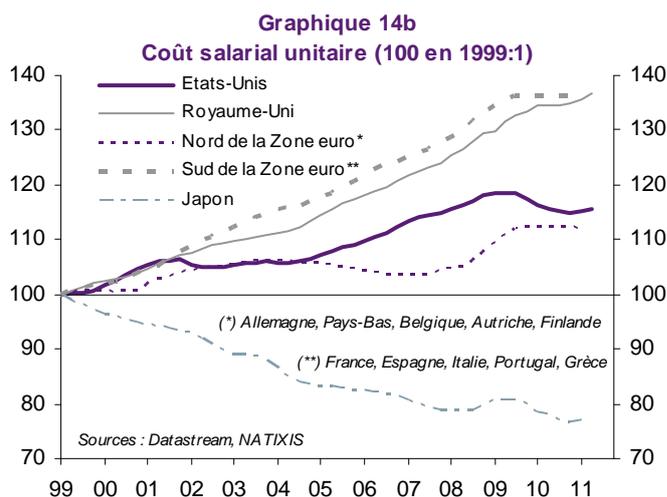
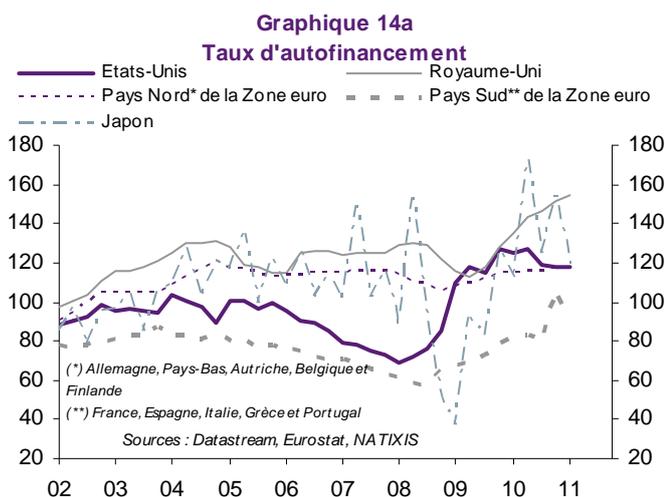
Au Royaume-Uni, (graphique 14a) et on n'observe pas de surévaluation réelle du change (graphiques 14b/c/d). La déformation du partage des revenus au détriment des salariés a eu lieu dans les années 1990 (graphique 15b).

Dans le nord de la zone euro, la profitabilité des entreprises est forte (graphique 14a), les coûts salariaux ont été comprimés depuis la fin des années 1990 (graphiques 14b/c/d), il y a un important excédent extérieur (graphique 14e) et le partage des revenus s'est déformé au détriment des salariés depuis la fin des années 1990 (graphique 15c).

Au Japon, la situation est tout à fait semblable à celui du nord de la zone euro (graphiques 14a à 14e et graphique 15e).

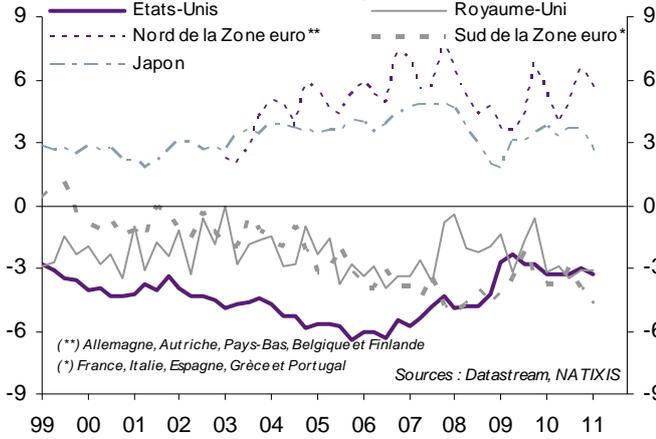
Le sud de la zone euro est la seule région où on ne peut pas accroître les salaires : profitabilité des entreprises insuffisante (graphique 14a), perte de compétitivité (graphiques 14b/c/d ; déficit extérieur (graphiques 14e) et déformation du partage des revenus en faveur des salariés et au détriment des entreprises (graphique 15d).

On pourrait donc augmenter les salaires aux Etats-Unis, au Royaume-Uni dans le nord de la zone euro, au Japon, mais pas dans le sud de la zone euro.



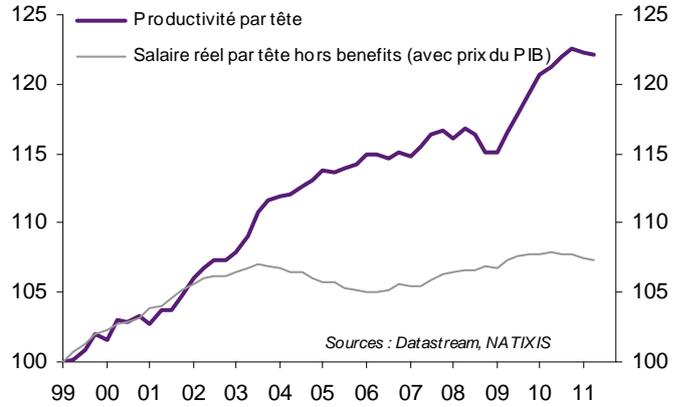
Graphique 14e

Balance courante (en % du PIB)



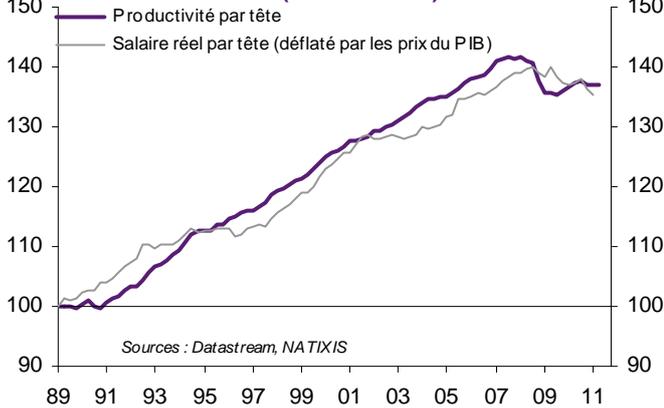
Graphique 15a

Etats-Unis : salaire réel par tête et productivité par tête (100 en 1999:1)



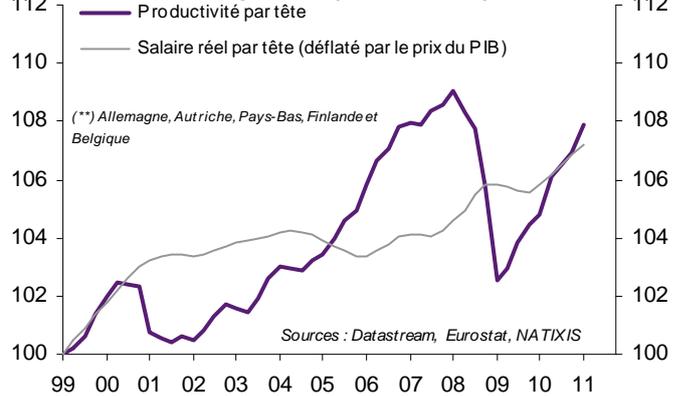
Graphique 15b

Royaume-Uni : productivité et salaire réel par tête (100 en 1989:1)



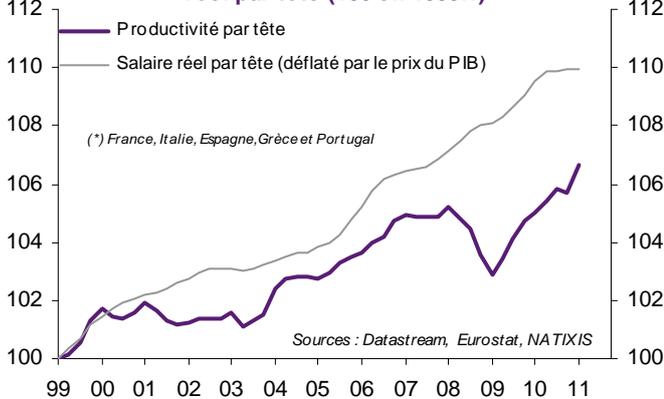
Graphique 15c

Nord** de la Zone euro: productivité et salaire réel par tête (100 en 1999:1)



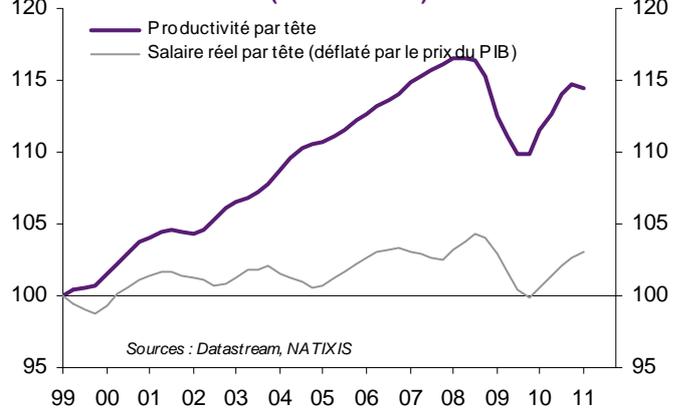
Graphique 15d

Sud* de la Zone euro : productivité et salaire réel par tête (100 en 1999:1)



Graphique 15e

Japon : productivité et salaire réel par tête (100 en 1999:1)



Synthèse : changer de stratégie

La stratégie mise en place aujourd'hui pour réduire les taux d'endettement (privés et public) consiste à **accroître l'épargne et à réduire la demande**.

Cette stratégie conduit à une impasse : elle est inefficace (dans de nombreux cas, la solvabilité ne s'améliore pas) ; **elle conduit à une perte de croissance et d'emplois insupportable**.

Nous suggérons une autre stratégie pour réduire les taux d'endettement : accroître l'inflation domestique (sans réaction de la Banque Centrale) par une hausse plus rapide des salaires là où la situation des entreprises et la situation de compétitivité le permettent : Etats-Unis, Royaume-Uni, nord de la zone euro et Japon.

AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne acceptée d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a)(6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA