

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

11 janvier 2012 – N° 23

Une crise de type « marxiste »

Par « crise de type marxiste », nous entendons les enchaînements suivants :

- *l'accumulation de capital productif (et d'autres facteurs) conduit à une insuffisance de la rentabilité du capital (avec la suraccumulation de capital, mais aussi la hausse des prix des matières premières, la concurrence des émergents...);*
- *pour lutter contre cette évolution, les « capitalistes » déforment le partage des revenus au détriment des salariés ; ceci s'observe aux Etats-Unis et en Europe, en moyenne, mais pas dans tous les pays (pas en France et en Italie dans les années 2000 par exemple).*
- *ceci conduit à un affaiblissement de la demande et malgré tout à la hausse des profits ;*
- *les profits ne peuvent plus être entièrement investis dans le capital productif puisque le besoin de capital est réduit par la faiblesse de la demande. Ils sont donc partiellement investis dans des activités spéculatives ; certaines de ces activités (crédits risqués, immobilier...) peuvent transitoirement soutenir la demande des salariés, ce qui complique l'analyse.*
- *ce développement des investissements spéculatifs conduit finalement à une crise financière (et à la révélation de la faiblesse de la demande).*

Nous pensons qu'on a bien observé ces enchaînements aux Etats-Unis et en Europe.

Pour sortir de la crise, il faudrait donc calibrer le partage des revenus pour que l'épargne des « capitalistes » finance les investissements productifs. Notons que deux pays semblent échapper à ce modèle général : la France et l'Italie.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

Des enchaînements qui conduisent à une crise économique et financière du « type marxiste »

Nous nous demandons si les enchaînements observés depuis le début des années 1980 aux Etats-Unis et en Europe peuvent se lire avec la séquence suivante :

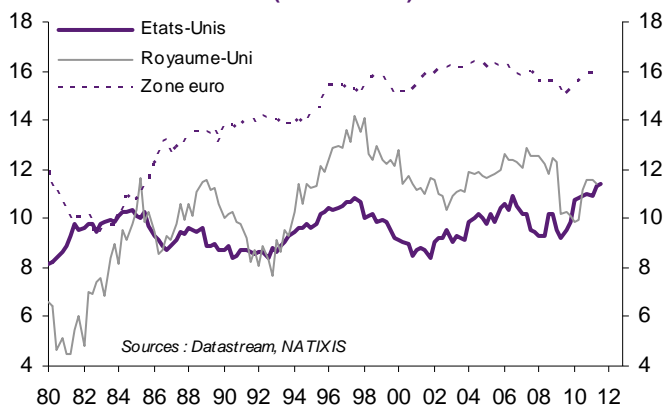
- 1- baisse de la rentabilité « normale » du capital productif ;
- 2- en réaction, déformation du partage des revenus au détriment des salariés ;
- 3- en conséquence, faiblesse de la demande et hausse des profits au-delà du niveau qui est nécessaire pour financer les investissements productifs, réduits par la faiblesse de la demande ;
- 4- donc investissement en partie des profits dans des activités (actifs) spéculatives, ce qui inclut les crédits « risqués », et peut donc soutenir la demande des salariés transitoirement, et ce qui conduit à la crise financière.

Baisse de la rentabilité « normale » du capital productif ?

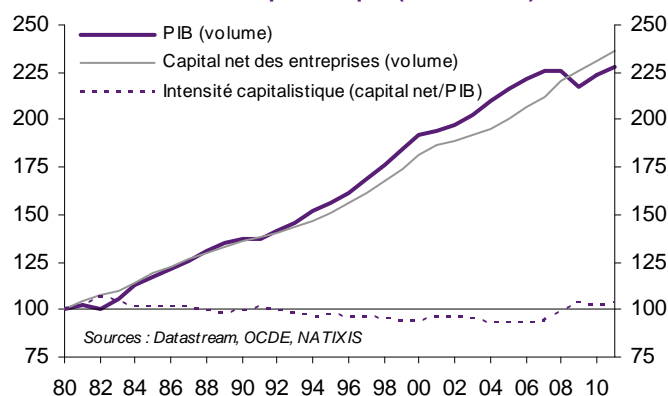
Nous regardons les évolutions observées depuis le début des années 1980 aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro.

La rentabilité des entreprises se situe à un niveau élevé depuis la fin des années 1980 en Europe (graphique 1) ; elle est plus faible aux Etats-Unis ; mais en Europe, l'intensité capitaliste a nettement augmenté (graphiques 2a/b/c). Il y a donc pour nous insuffisance en Europe et aux Etats-Unis, de la rentabilité du capital par rapport aux désirs des détenteurs du capital. Parallèlement, la « norme » de rentabilité du capital a beaucoup augmenté (graphique 3).

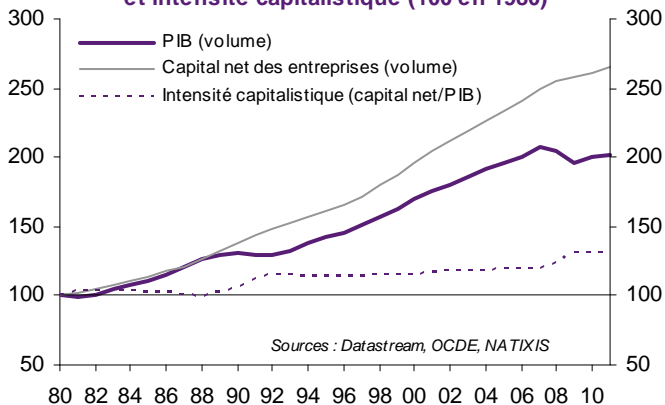
Graphique 1
Profits après taxes et intérêts avant dividendes
(en % du PIB)



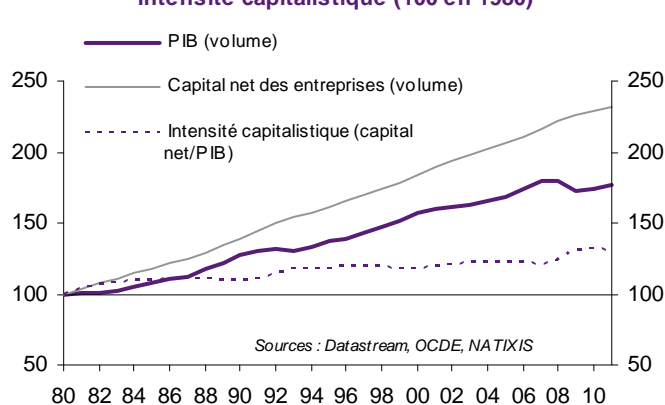
Graphique 2a
Etats-Unis : PIB, capital net des entreprises et intensité capitaliste (100 en 1980)

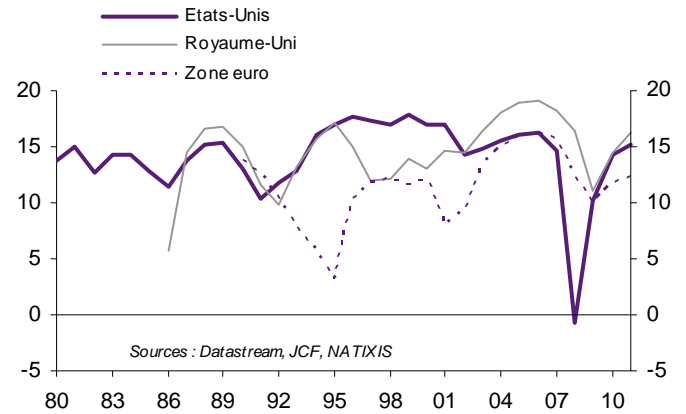


Graphique 2b
Royaume-Uni : PIB, capital net des entreprises et intensité capitaliste (100 en 1980)



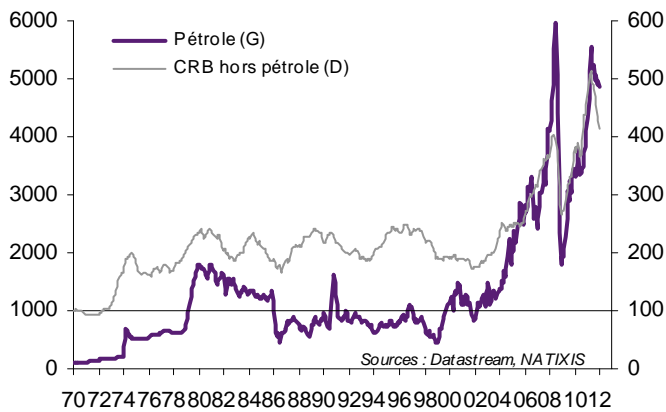
Graphique 2c
Zone euro : PIB, capital net des entreprises et intensité capitaliste (100 en 1980)



Graphique 3
ROE

Les causes d'une perte de la rentabilité du capital peuvent être multiples :

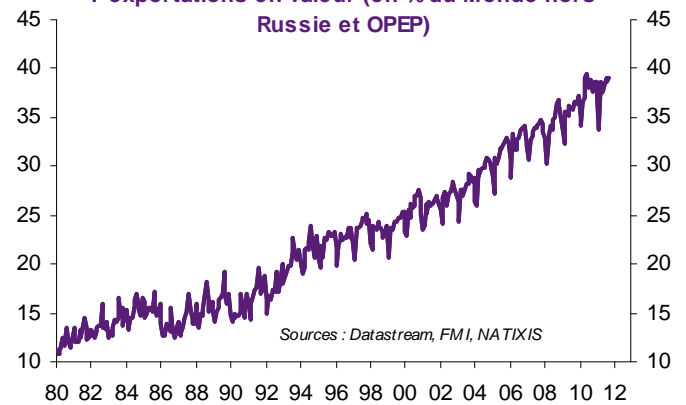
- suraccumulation de capital ;
- hausse des prix des matières premières (**graphique 4**) ;
- concurrence des pays émergents à coûts salariaux faibles (**graphique 5**).

Graphique 4
Prix des matières premières (100 en 1970:1)

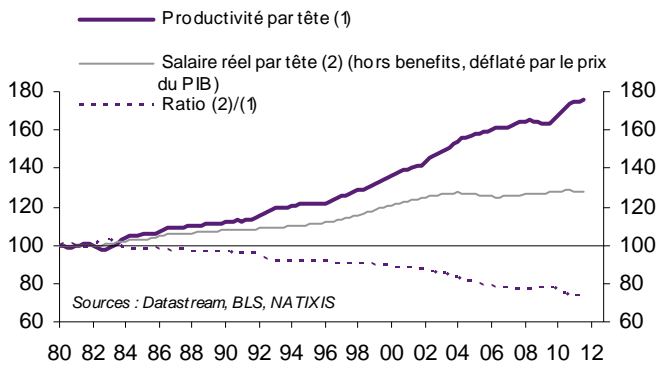
Restauration de la rentabilité du capital par la déformation du partage des revenus ?

Si spontanément, la rentabilité du capital a tendance à baisser, les « capitalistes » peuvent tenter de la restaurer en déformant le partage des revenus au détriment des salariés, (**graphiques 6a/b/c**).

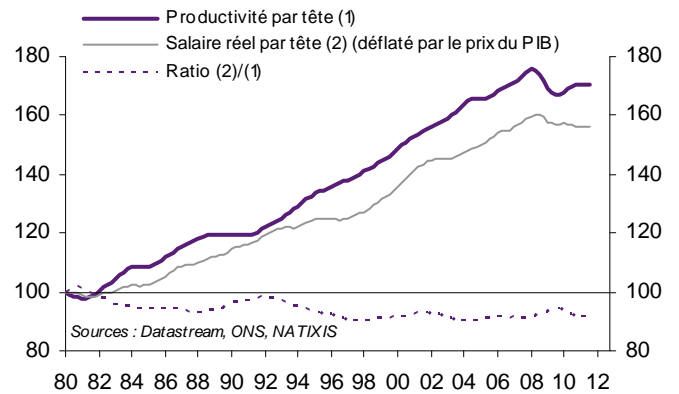
Ceci s'est clairement vu aux États-Unis et au Royaume-Uni à un moindre degré depuis le milieu des années 1980.

Graphique 5
Ensemble des émergents hors Russie et OPEP : exportations en valeur (en % du Monde hors Russie et OPEP)

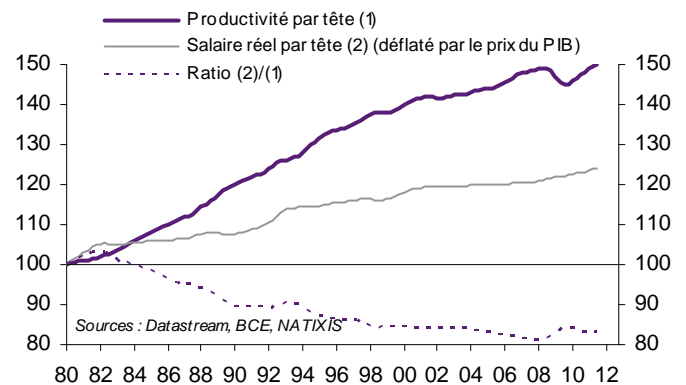
Graphique 6a
Etats-Unis : productivité et salaire réel par tête
(100 en 1980:1)



Graphique 6b
Royaume-Uni : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1980:1)



Graphique 6c
Zone euro : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1980:1)



Affaiblissement de la demande et hausse des profits au-delà du niveau qui est nécessaire pour financer les investissements productifs nécessaires ?

Si le partage des revenus se déforme au détriment des salariés, on doit observer :

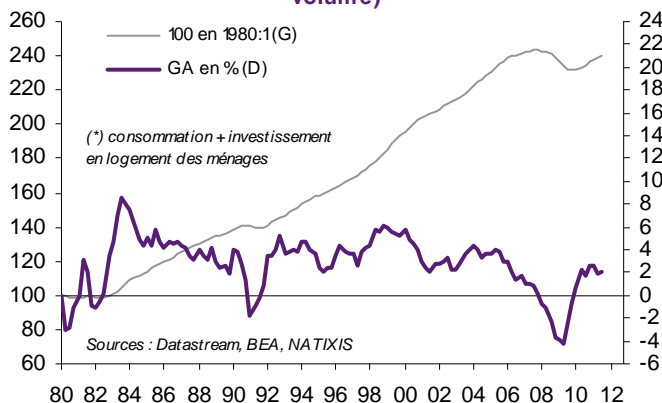
- la baisse de la demande des ménages ;
- la baisse du niveau d'investissement nécessaire à satisfaire la demande ;
- donc la hausse des profits au-delà de ce niveau d'investissement nécessaire.

La demande des ménages est cependant forte jusqu'en 2007 en Europe et aux Etats-Unis (graphiques 7a/b/c).

Il faut cependant faire attention au facteur suivant : **le développement des activités spéculatives dont nous allons parler plus loin peut à court terme soutenir la demande des ménages**, par exemple s'il ya crédits risqués, ou bulles surs les prix des actifs, (graphique 8).

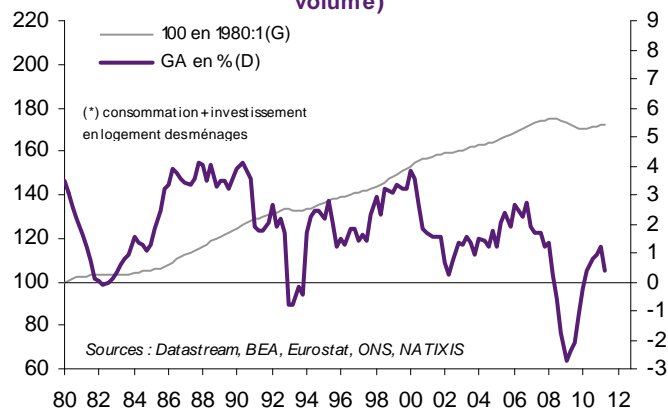
Graphique 7a

Etats-Unis : demande des ménages* (en volume)



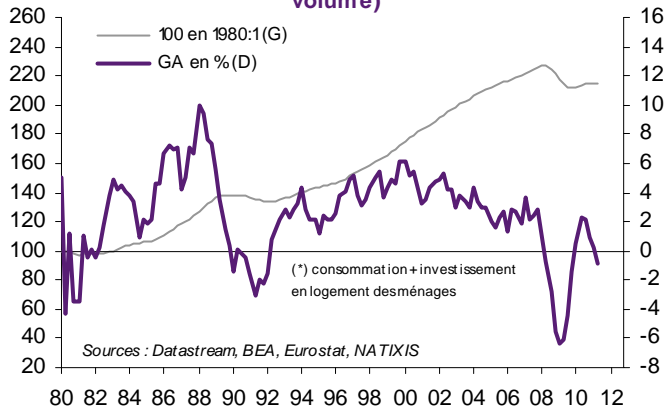
Graphique 7b

Royaume-Uni : demande des ménages* (en volume)



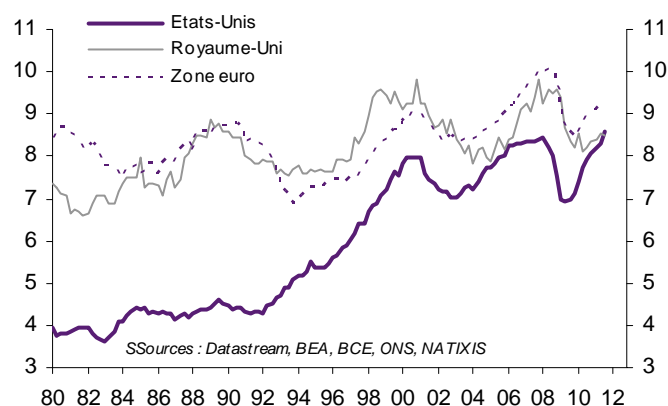
Graphique 7c

Zone euro : demande des ménages* (en volume)



Graphique 8

Investissement productif (volume, en % du PIB)

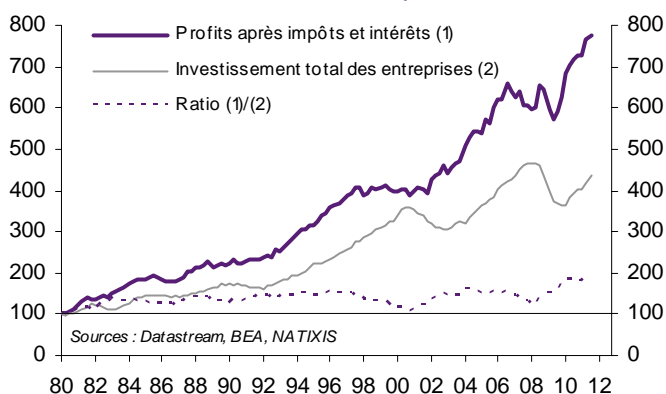


Les taux d'investissement productif arrêtent d'augmenter en 2010, après une forte hausse dans les années 1990 avec la bulle IT surtout aux Etats-Unis. Partout, les profits augmentent plus vite que les investissements, surtout aux Etats-Unis et au Royaume-Uni (graphiques 9a/b/c).

Il faut prendre garde à ce que le **taux d'autofinancement usuellement calculé (graphique 10)** est le ratio des cash-flows (c'est-à-dire des profits après distribution de dividendes) aux investissements, pas des profits revenant aux actionnaires aux investissements.

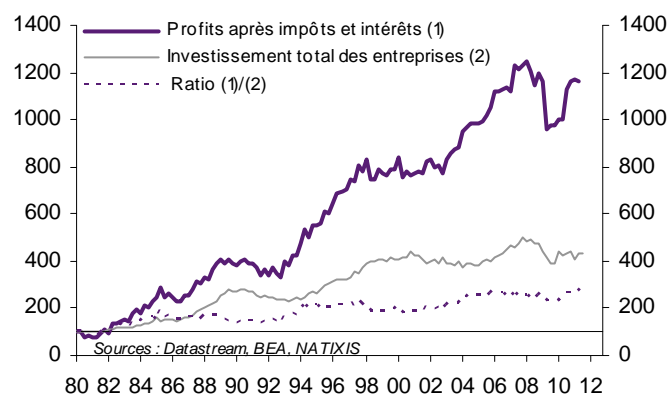
Graphique 9a

Etats-Unis : investissement et profit (valeur, 100 en 1980:1)

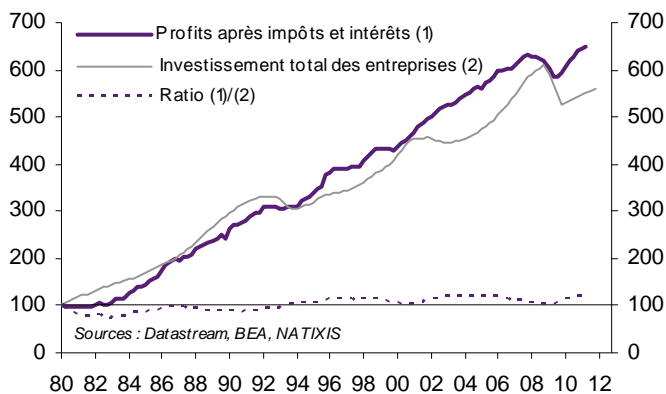


Graphique 9b

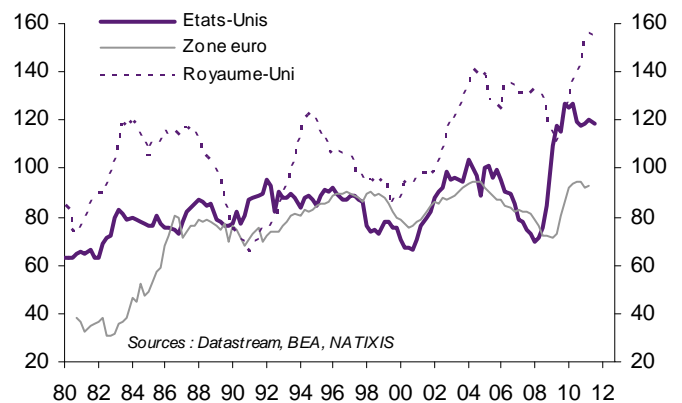
Royaume-Uni : investissement et profit (valeur, 100 en 1980:1)



Graphique 9c
Zone euro : investissement et profit
(valeur, 100 en 1980:1)



Graphique 10
Taux d'autofinancement

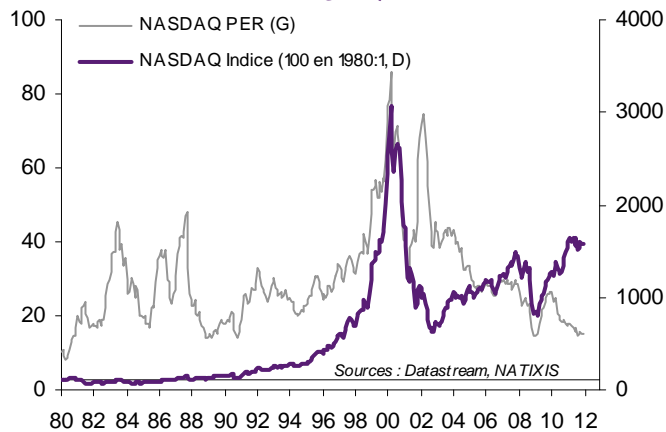


Investissement des profits excédentaires dans des activités spéculatives ?

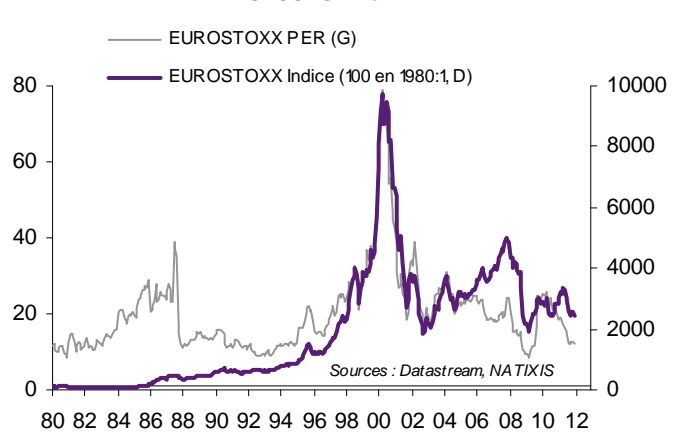
Les titulaires des revenus du capital reçoivent donc des revenus supérieurs aux besoins d'investissement productif de l'économie ; ces profits excédentaires sont-ils investis en activités (actifs) spéculatifs ? Il s'agit donc d'une épargne qui n'est pas investie en capital productif, mais, au cours du temps, dans différents actifs spéculatifs :

- entreprises des nouvelles technologies dans la seconde moitié des années 1990, (graphiques 11a/b/c) ;
- immobilier dans les années 2000 (graphiques 12a/b/c) ;
- matières premières en 2007 et au début de 2008, à partir de 2010 (graphique 13) ;
- actions et devises des émergents de 2002 à 2007, en 2009 (graphique 14).

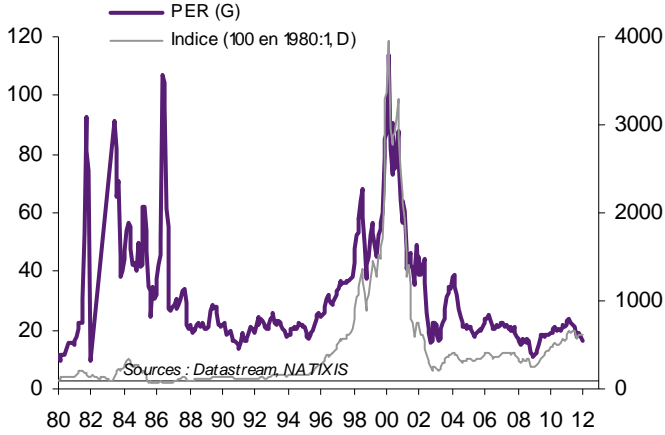
Graphique 11a
NASDAQ



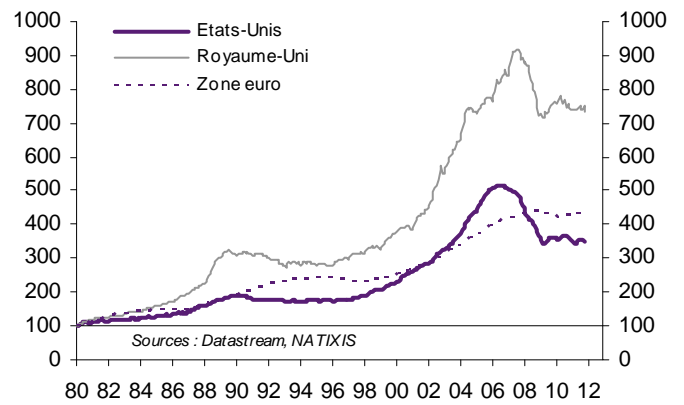
Graphique 11b
EUROSTOXX en IT



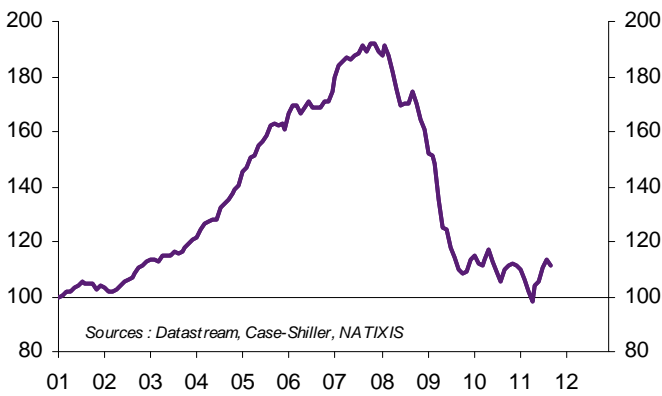
Graphique 11c
FTSE en IT



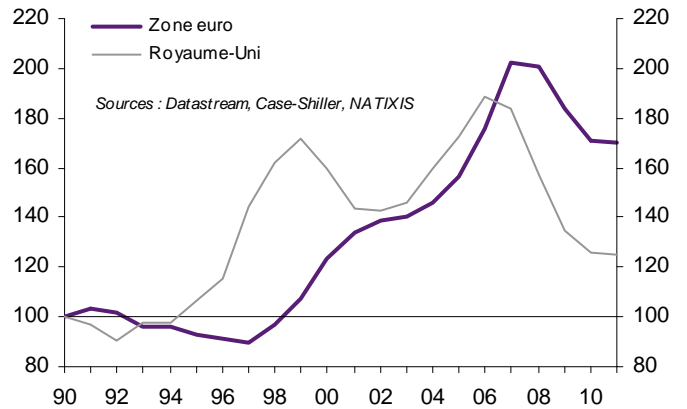
Graphique 12a
Prix des maisons (100 en 1980:1)



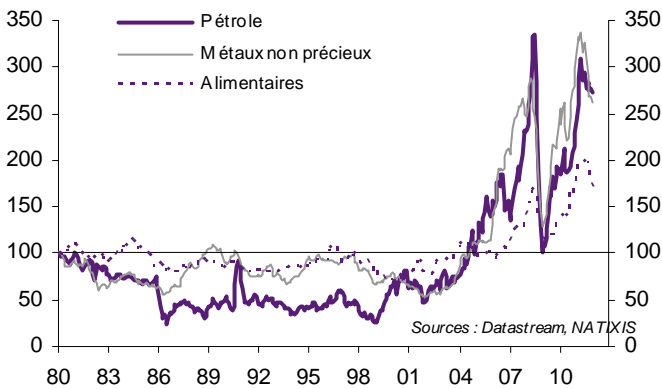
Graphique 12b
Etats-Unis : prix de l'immobilier commercial (100 en 2001:1)



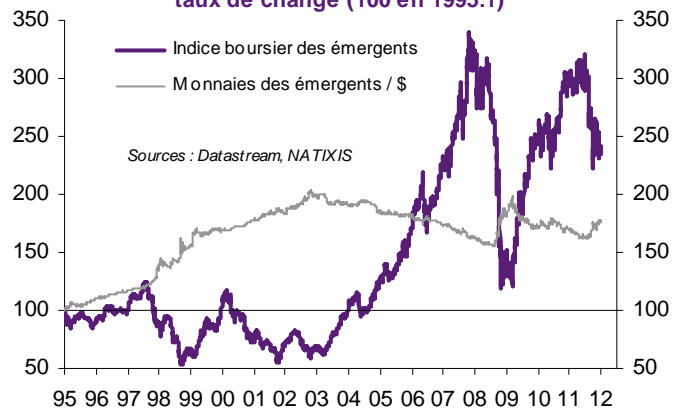
Graphique 12c
Prix de l'immobilier commercial (100 en 1990:1)



Graphique 13
Prix spot des matières premières (en \$, 100 en 1980:1)

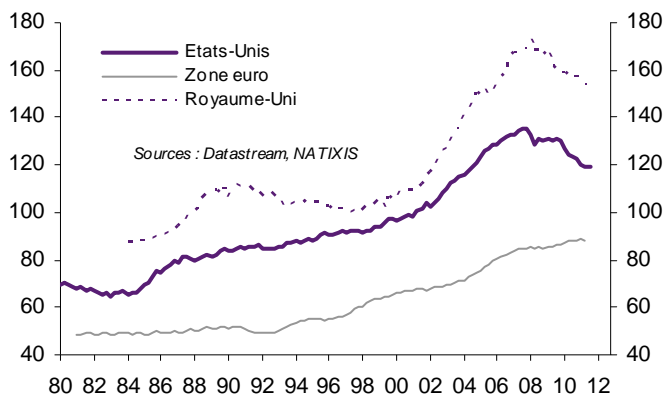


Graphique 14
Ensemble des émergents : indice boursier et taux de change (100 en 1995:1)

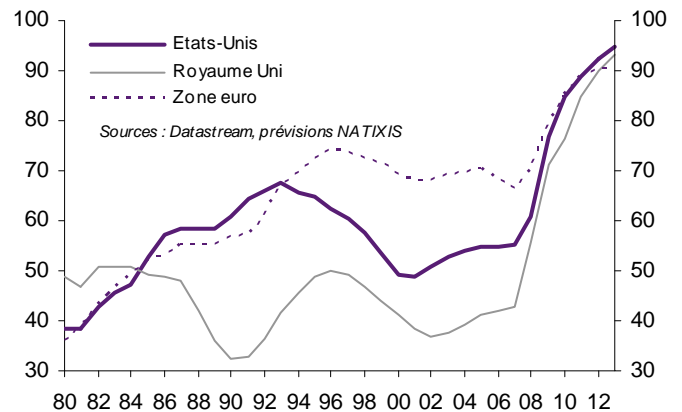


Le point important est le crédit : le surendettement des ménages (de 2002 à 2008, graphique 14a) puis des Etats (graphique 14b) doit être considéré comme une utilisation spéculative de l'épargne.

Graphique 14a
Dette des ménages (en % du RDB)

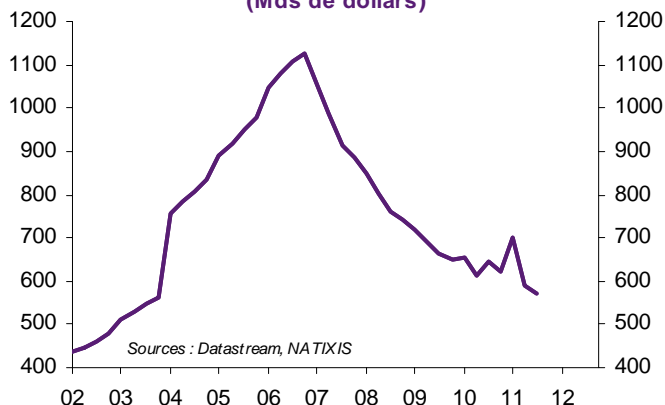


Graphique 14b
Dette publique (en % du PIB)

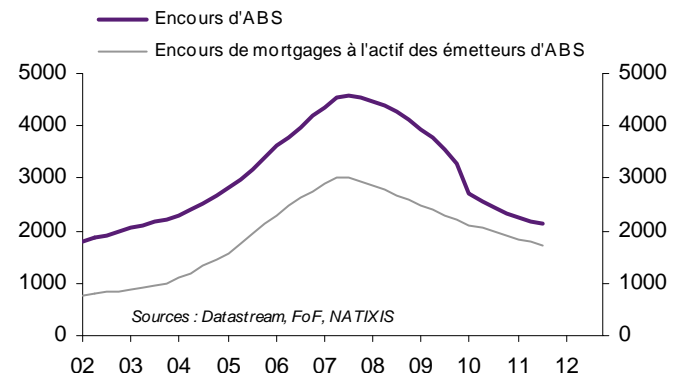


Un cas parfaitement clair est le développement des crédits subprime aux États-Unis et des ABS investis en crédits immobiliers (**graphiques 15a/b**).

Graphique 15a
États-Unis : encours de crédit subprime
(Mds de dollars)



Graphique 15b
États-Unis : encours d'ABS et actif des émetteurs d'ABS
(en Mds de dollars)



L'utilisation de l'épargne pour financer des crédits à risque et pour générer une bulle immobilière complique l'analyse : initialement, il y a soutien de la demande des salariés par la disponibilité du crédit et la hausse de la richesse, ce qui cache la faiblesse de la demande due à la formation du partage des revenus. Ce n'est que lorsque la crise d'excès d'endettement disparaît et que les bulles sur les prix des actifs éclatent que la faiblesse de la demande réapparaît.

L'utilisation des profits, au-delà du besoin de financement des investissements productifs, pour financer des activités (actifs) risquées, conduit nécessairement à une crise financière :

- crise boursière en 2001 ;
- crise immobilière en 2008 ;
- crise des dettes publiques à partir de 2011.

Synthèse : la solution :
calibrer le partage des revenus pour que l'épargne des capitalistes finance le capital productif et pas des activités risqués

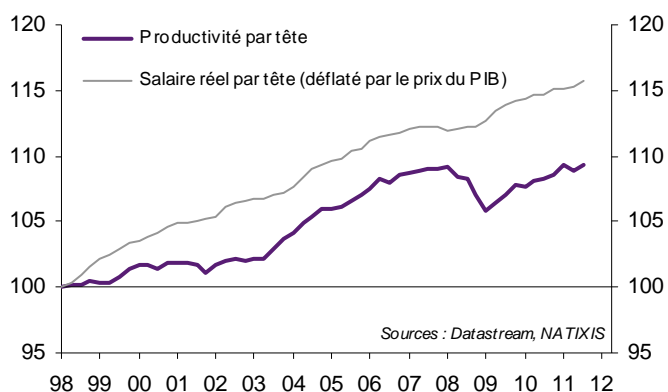
Nous pensons donc qu'on peut donner une interprétation « marxiste » à la crise : pour corriger la baisse de la rentabilité intrinsèque du capital, les « capitalistes » ont déformé le partage des revenus au détriment des salariés. Ceci a conduit à l'affaiblissement de la demande et à des revenus du capital supérieurs à ceux qui suffisent à financer le capital productif.

Ces revenus excédentaires du capital ont été investis dans les activités et actifs (actions, immobilier, titres des émergents, matières premières) spéculatifs, d'où la multiplication des crises financières.

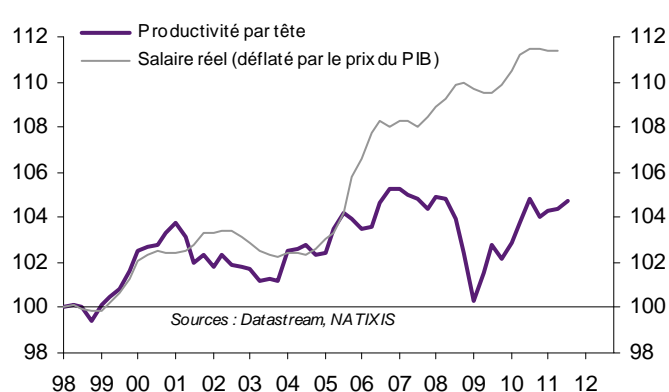
Nous devons introduire deux compléments-précautions à ce stade :

- 1) **une des activités spéculatives entreprises a été de prêter trop aux ménages à revenu modeste.** Ceci a soutenu la demande et les prix de l'immobilier à court terme, mais pas après la crise induite.
- 2) **la déformation du partage des revenus au détriment des salariés s'observe en moyenne aux Etats-Unis et en Europe, mais pas dans tous les pays. En France et en Italie, en particulier, elle ne s'observe pas depuis la fin des années 1990 (graphiques 16a/b), au contraire.**

Graphique 16a
France : productivité et salaire réel par tête
(100 en 1998:1)



Graphique 16b
Italie : productivité et salaire réel par tête
(100 en 1998:1)



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