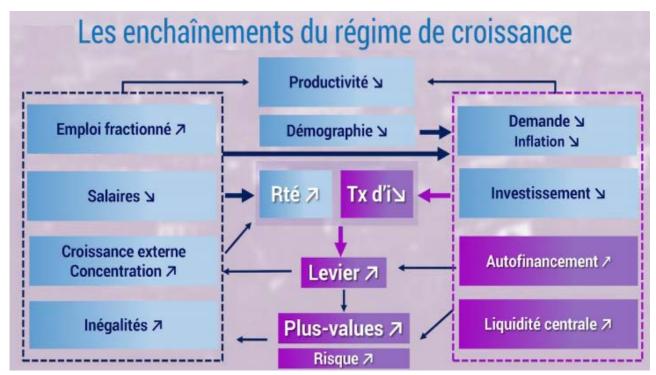
Un capitalisme rentable sans croissance : le hold up de la valeur Olivier Passet, *Xerfi*, 13 novembre 2019

xerficanal.com/economie/emission/Olivier-Passet-Ralentissement-economique-et-crise-du-



Le capitalisme est engagé depuis plus d'une décennie dans une dynamique que l'on pourrait qualifier d'énigmatique, tant elle défie les lois économiques standards. A bien des égards la situation évoque le Japon des années 90. A défaut de fournir une clé d'explication à ce qui fait de plus en plus figure de régime de croissance, de par sa durée, ou de me prononcer sur la soutenabilité macro-économique de ce régime, j'aimerais démonter les enchainements qui le caractérisent, à travers un schéma très simplificateur. Plutôt que de dérouler une chaîne causale, comportant un présupposé sur l'origine des déséquilibres, de trancher l'insoluble dilemme, crise de l'offre, avec à sa racine un essoufflement du progrès technique ou crise de la demande, dont la source proviendrait des salaires et de la rigueur budgétaire, je préfère partir de deux symptômes singuliers de la période que nous traversons. D'un côté le haut niveau de rentabilité des entreprises. J'entends par cela, la rentabilité économique mais aussi financière des entreprises. De l'autre, la baisse et le niveau historiquement bas des taux d'intérêt. La cohabitation de ces deux signaux synthétise à lui seul la grande schizophrénie de ce régime. D'un côté, le capital déjà créé est rentable, et cette rentabilité résiste au faible rythme de croissance. De l'autre, les taux d'intérêt touchent des points bas, jamais atteint au cours des deux derniers siècles. Cela devrait normalement créer une énorme appétence à l'investissement. Dans un contexte d'argent gratuit, rien ne s'oppose à la constitution de nouvelles capacités. Et c'est cette course à l'investissement qui devrait en théorie faire converger le taux d'intérêt et le rendement du capital. Les entreprises empruntent jusqu'au moment où elles n'ont plus d'opportunité à le faire. Faisant remonter les taux d'intérêt d'un côté et diminuer le

rendement du capital de l'autre. C'est ce que nous raconte un modèle classique de base ou la théorie du Q de Tobin. Rien de tel aujourd'hui pourtant. Côté rentabilité du capital, la modération salariale maintient à haut niveau le taux de marge. La montée en puissance des petits emplois de services de l'économie des plateformes pèse négativement sur la masse salariale. Et la mise sous-pression des emplois les moins qualifiés, exposés à la concurrence internationale, creuse les inégalités. Et tout ceci, participe à l'atonie des débouchés, de l'inflation et de l'investissement de capacité. Résultat, le hiatus initial entre les taux d'intérêt et la rentabilité des entreprises, se transforme en machine à créer de la valeur actionnariale en exploitant l'effet de levier, et plus généralement à valoriser financièrement toute la gamme des actifs réels dont le rendement surplombe les taux d'intérêt,: les actions cotées, les actions non cotées ou l'immobilier. Elle alimente surtout le canal de la croissance externe. Sur des marchés aux débouchés atones, il est plus intéressant pour les entreprises de s'approprier le capital humain, technologique et les parts de marché de la concurrence, ou de puiser dans la R&D des start-up, que de se lancer dans un processus coûteux et risqué de croissance organique. Tout cela participe à la concentration des entreprises depuis 20 ans, qui s'agrègent dans le giron des superstars du secteur, les plus productives et les plus profitables. Et la concentration des plus-values sur les plus gros détenteurs de patrimoine, aggrave les inégalités.

Cette même dynamique participe à l'érosion des débouchés, de l'inflation et de l'investissement, et contribue au mouvement de décrue des taux d'intérêt. Deux éléments viennent l'amplifier : 1/ l'abondance du cash et des ressources d'autofinancement du côté des entreprises, liée au haut niveau de rentabilité ; et 2/ L'intervention des banques centrales qui abondent le circuit financier en liquidité pour différer le risque d'un effondrement généralisé des prix d'actifs. Toute remontée des taux, crée, on le sait, un risque majeur de krach sur l'ensemble des prix d'actifs, qui met en péril la solvabilité financière.

La démographique, et notamment la décroissance de la population en âge de travailler et le vieillissement intervient incontestablement comme un facteur aggravant de cette dynamique. Mais elle n'explique pas la schizophrénie entre la sphère réelle et financière, entre croissance froide et finance chaude. Le ralentissement de la productivité fait aussi partie des symptômes. Mais là encore rien ne permet d'en faire une variable causale. Encore moins une variable causale de la résilience de la rentabilité qui caractérise ce régime. Et si l'on cherche ce qui pourrait être au cœur de ce malthusianisme sur le capital, combiné à de hauts rendements, à de l'argent gratuit, au développement de rentes via la concentration.... C'est bien du côté de la gouvernance actionnariale que l'on trouve un suspect idéal, de ce qui ressemble de plus en plus à un hold-up de la valeur.