

La crise : fin de l'économie au service des "vieux" ?

Avant la crise, les économies, aux Etats-Unis et en Europe, étaient caractérisées par :

- *de fortes hausses des prix des actifs ;*
- *de faibles hausses de salaires ;*
- *des politiques monétaires concentrées sur la lutte contre l'inflation.*

Il s'agit bien des caractéristiques d'économies au service des "vieux", qui sont les détenteurs des actifs et du capital des entreprises, qui sont les prêteurs qui profitent de l'absence d'inflation et des taux d'intérêt réels positifs qui l'accompagnent, de l'absence de réaction des politiques monétaires aux hausses des prix des actifs et même des politiques monétaires de soutien aux prix des actifs.

On pourrait, après la crise, passer à un équilibre économique plus favorable aux "jeunes" (qui sont acheteurs d'actifs et emprunteurs) :

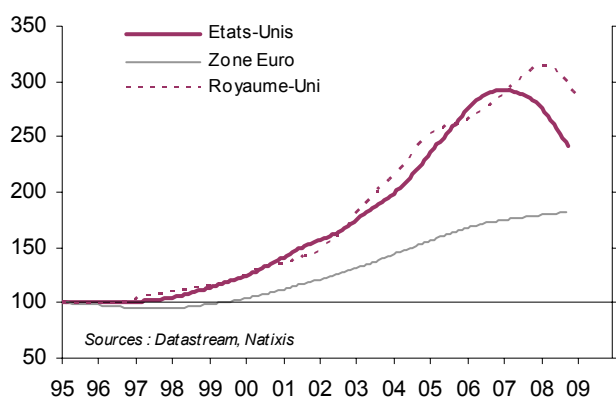
- *prix des actifs plus bas ;*
- *exigence réduite de rendement du capital permettant des hausses plus rapides des salaires réels ;*
- *taux d'intérêt réels faibles ou négatifs, nécessaires au désendettement.*

Trois caractéristiques des économies avant la crise

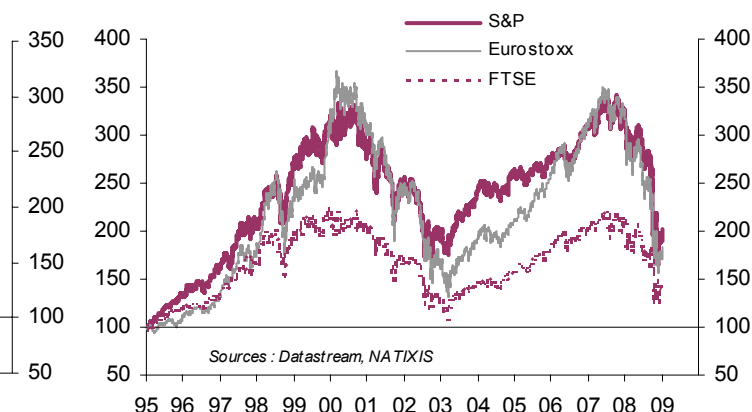
Nous regardons les situations des Etats-Unis, de la zone euro et du Royaume-Uni. Avant la crise, les économies étaient caractérisées :

- par des hausses fortes des prix des actifs, immobiliers ou financiers (graphiques 1 a/1 b) ;
- par une profitabilité croissante des entreprises, en particulier des sociétés cotées (graphiques 2 a/2 b), obtenue par la faiblesse des hausses des salaires réels (graphiques 3 a/b/c) et permettant une forte hausse des dividendes distribués (graphique 4) ;
- par des politiques monétaires concentrées sur la lutte contre l'inflation (graphiques 5 a/b/c).

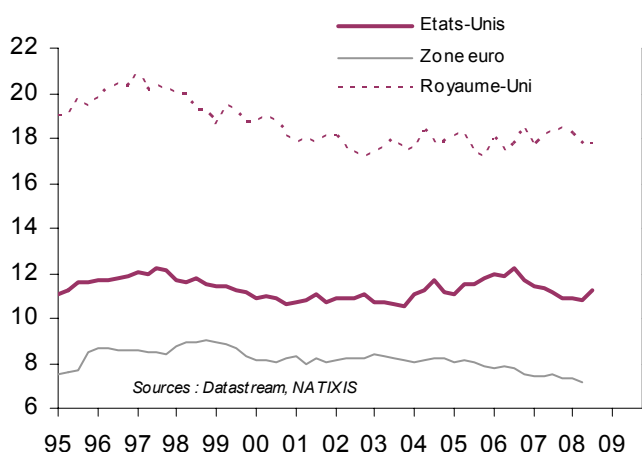
Graphique 1 a
Prix de l'immobilier (100 en 1995:1)



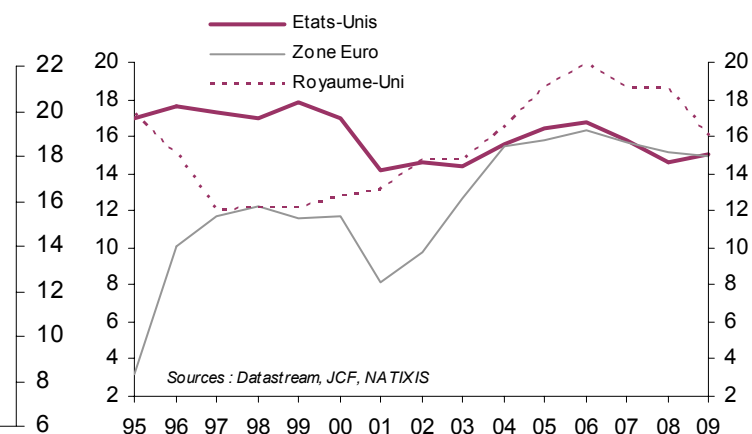
Graphique 1 b
Indices boursiers (100 en 1995:1)



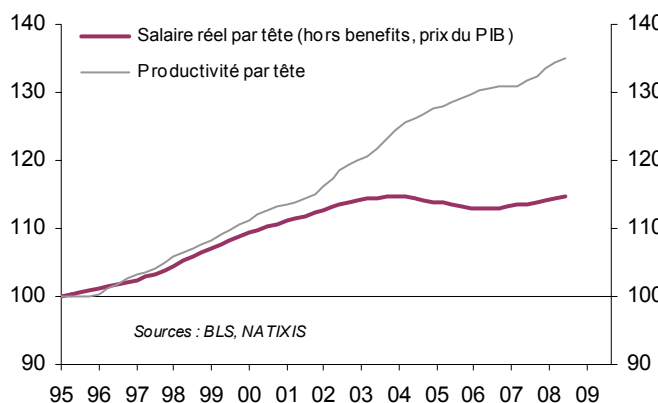
Graphique 2 a
Profits brut (en % du PIB)



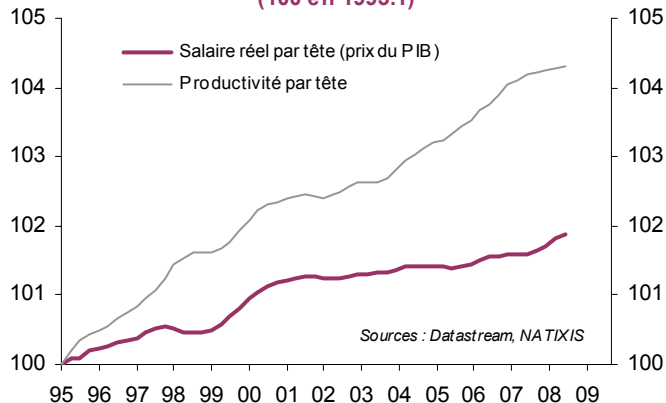
Graphique 2 b
ROE



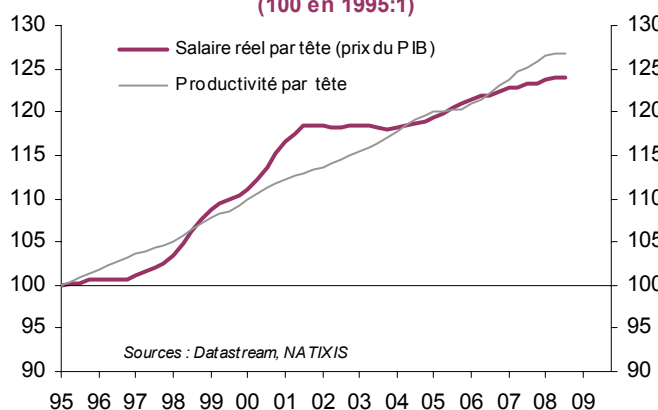
Graphique 3 a
Etats-Unis : Productivité et salaire réel par tête
(100 en 1995:1)



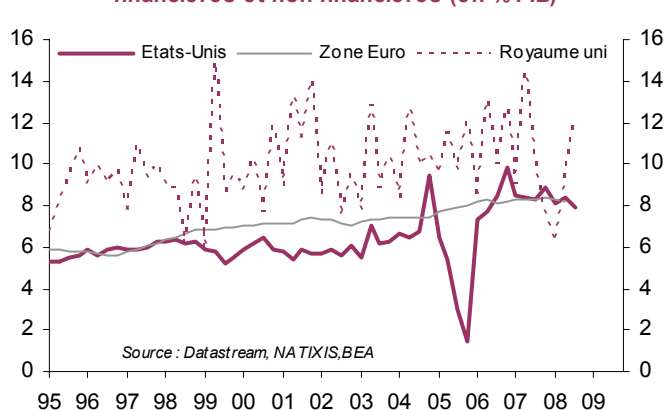
Graphique 3 b
Zone Euro : Productivité et salaire réel par tête
(100 en 1995:1)



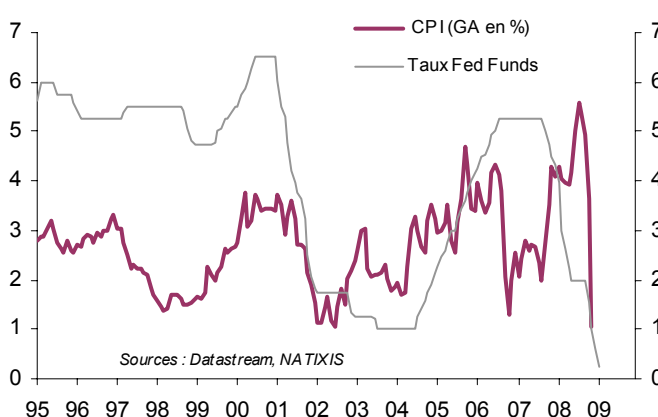
Graphique 3 c
Royaume-Uni : productivité et salaire
(100 en 1995:1)



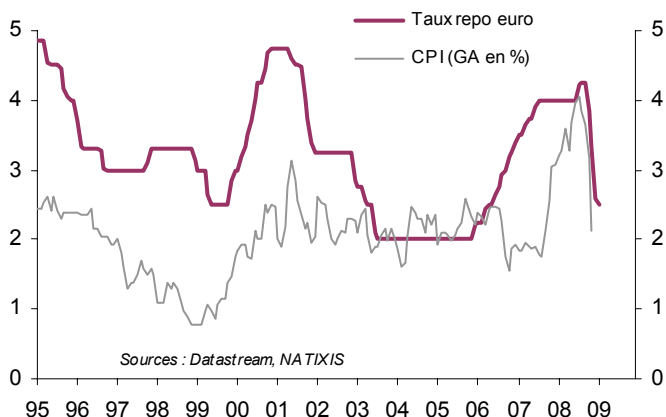
Graphique 4
Dividendes nets versés par les entreprises
financières et non financières (en % PIB)



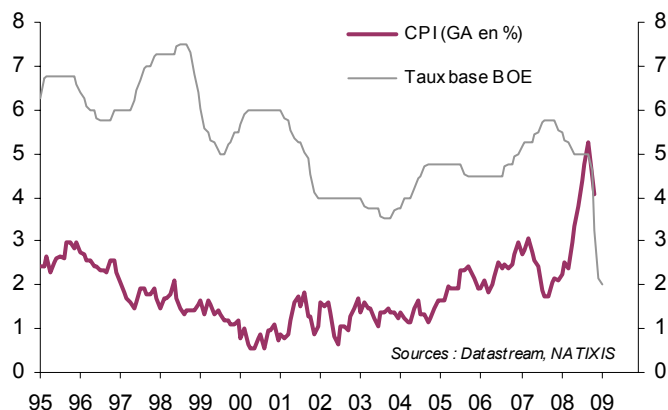
Graphique 5 a
Etats-Unis : Taux directeur et inflation



Graphique 5 b
Zone Euro : Taux directeur et inflation



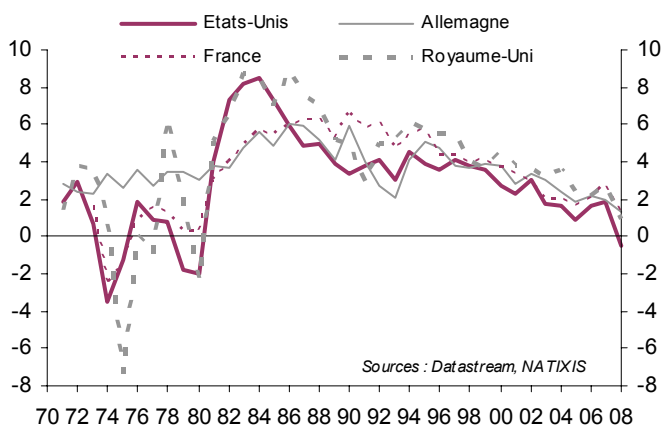
Graphique 5 c
Royaume-Uni : Taux directeur et inflation



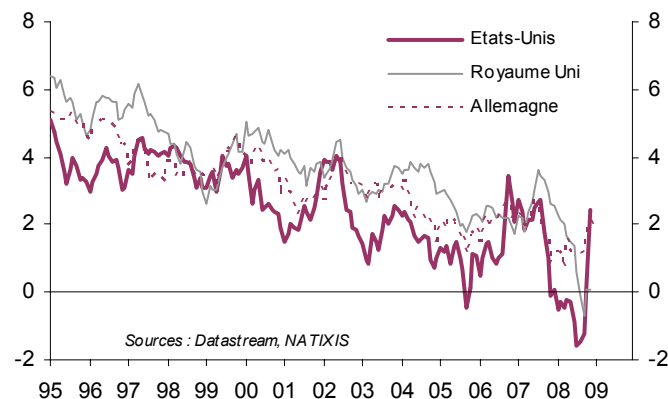
De ce fait **ces politiques monétaires** :

- **n'ont pas laissé l'inflation faire apparaître des taux d'intérêt réels négatifs** comme dans les années 1970 (graphiques 6 a/6 b), sauf en 2008 ;
- **n'ont pas réagi aux hausses des prix des actifs** (voir graphiques 1 a/b plus haut), et sont à l'inverse devenues très expansionnistes quand les prix d'actifs ont chuté (2001-2003, 2008).

Graphique 6 a
Taux d'intérêt réel à 10 ans (déflaté par le CPI)



Graphique 6 b
Taux d'intérêt réel à 10 ans (déflaté par le CPI)



Ce sont bien les caractéristiques d'économies au service des "vieux"

Les "vieux" sont propriétaires des actifs immobiliers et financiers, sont donc structurellement prêteurs, détenteurs du capital immobilier et du capital des entreprises.

Regardons par exemple le cas des Etats-Unis :

- ce sont bien les américains les plus âgés qui sont davantage propriétaires de leur résidence (**tableau 1**) ;
- ce sont bien les américains les plus âgés qui ont des portefeuilles importants d'actions et d'actifs financiers (**tableau 2**) ;
- ce sont bien les américains jeunes qui ont les taux d'endettement les plus importants (**tableau 3**).

**Tableau 1
Etats-Unis**

En 2004	En %	Détenition d'actifs immobilier en Millions de \$			
	% de propriétaires de leur résidence principale	Résidence principale	Autres résidences	Immobiliers non résidentiels	Total
moins de 35 ans	41,6	135	82,5	55	272,5
35 à 44 ans	68,3	160	80	42,2	282,2
45 à 54 ans	77,3	170	90	43	303
55 à 64 ans	79,1	200	135	75	410
65 à 74 ans	81,3	150	80	78	308
plus de 75 ans	85,2	125	150	85,8	360,8

Source: Survey of Consumer Finances -Federal Reserve

**Tableau 2
Etats-Unis**

Valeur médiane en 2004	Détention d'actions en Millions de \$	Détention d'actifs financiers en milliers de \$
moins de 35 ans	5,2	17,3
35 à 44 ans	12,7	26,6
45 à 54 ans	30,6	65,4
55 à 64 ans	59,5	116,4
65 à 74 ans	75	146,8
plus de 75 ans	85,9	219,7

Source: Survey of Consumer Finances -Federal Reserve

**Tableau 3
Etats-Unis : endettement par tranche d'âge**

Valeur médiane en 2004	Détention d'actions en Millions de \$	Détention d'actifs financiers en milliers de \$
moins de 35 ans	220,5	18
35 à 44 ans	292,6	20,6
45 à 54 ans	293,1	18,4
55 à 64 ans	274,4	15,8
65 à 74 ans	195,5	15,6
plus de 75 ans	95,1	12,8

Source: Survey of Consumer Finances -Federal Reserve

Un équilibre économique où :

- les prix des actifs augmentent ;
- le partage des revenus se déforme en faveur des profits ;
- la politique monétaire évite que l'inflation ne fasse apparaître des taux d'intérêt réels négatifs (ou très faibles) ;
- la politique monétaire ne réagit pas aux hausses des prix des actifs, mais essaie de lutter contre leurs baisses ;

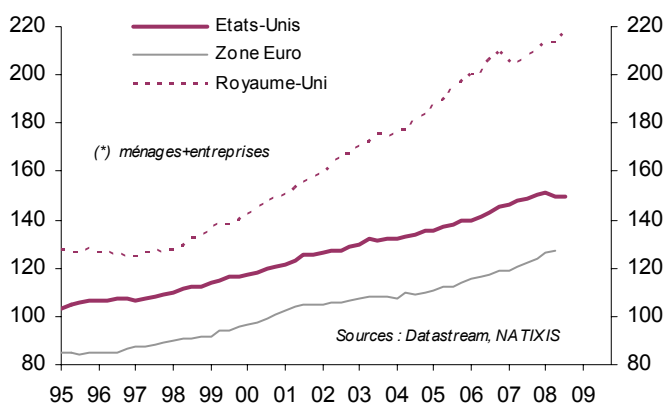
Ce qui correspond aux caractères observés avant la crise, **est donc bien favorable aux vieux.**

Une rupture après la crise ?

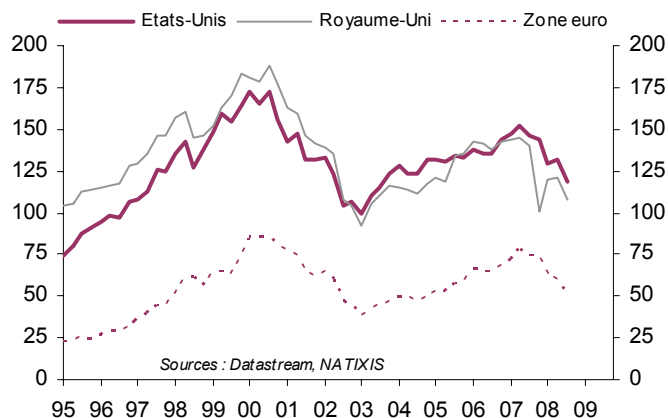
Nous pensons que, volontairement ou de fait, les économies seront moins gérées en faveur des "vieux" après la crise.

- l'aversion pour le risque étant plus forte, et surtout **l'endettement du secteur privé ne pouvant plus augmenter (graphique 7)**, les prix des actifs seront plus faibles qu'avant la crise (graphiques 8 a/8 b) ;

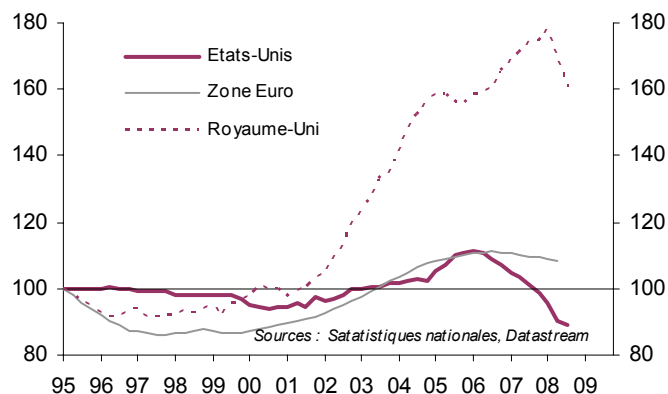
Graphique 7
Dette du secteur privé* (en % du PIB)



Graphique 8 a
Capitalisation boursière (en % du PIB)

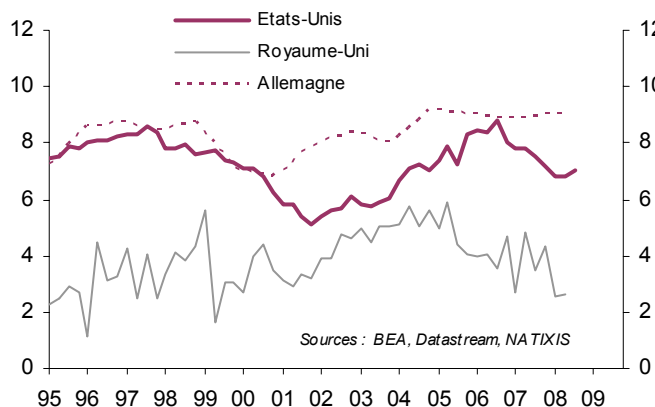


Graphique 8 b
Ratio prix de l'immobilier sur RDB des ménages (100 en 1995:1)

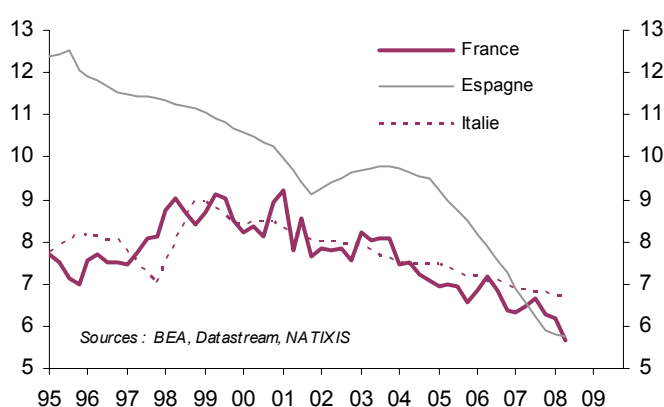


- on peut penser que la "norme" de rentabilité du capital (graphique 2 b plus haut) deviendra plus faible, **ce qui permettrait que la part des salaires dans le revenu national devienne plus élevée**. Mais les pays sont ici dans des situations hétérogènes : aux Etats-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni, le partage des revenus se déforme avant la crise en faveur des profits pour **l'ensemble des entreprises (graphique 9 a)** ; en France, en Espagne et en Italie, la déformation en faveur des profits du partage des revenus ne vaut que pour les sociétés cotées, pas pour l'ensemble des entreprises (**graphique 9 b**) ;
- **les politiques monétaires seront contraintes d'avoir un autre objectif que la lutte contre l'inflation** : pour permettre le redémarrage de l'économie, **elles devront faciliter le désendettement**, c'est-à-dire mettre en place des taux d'intérêt réels extrêmement bas (**graphiques 10 a/b**).

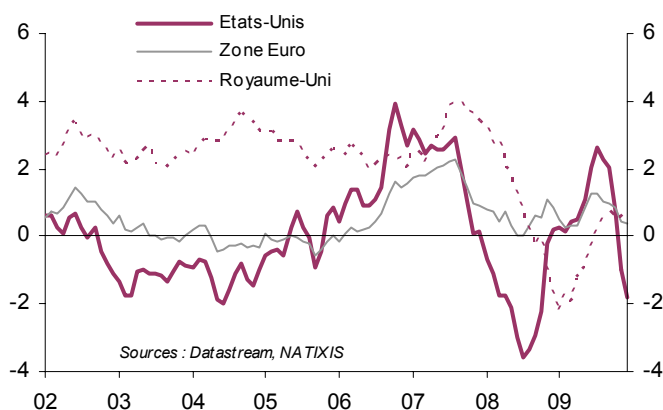
Graphique 9 a
Taux de profits nets en % du PIB



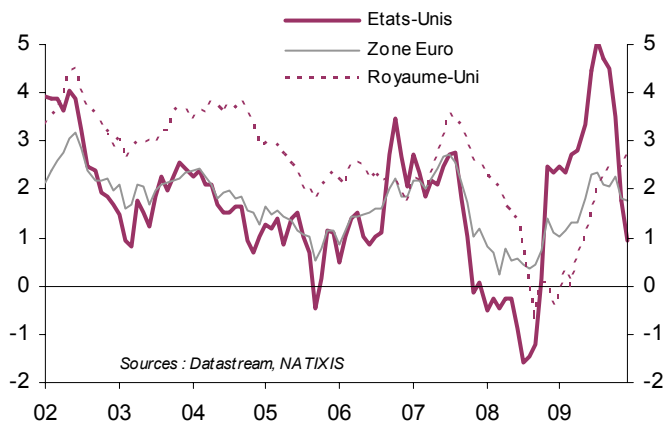
Graphique 9 b
Taux de profits nets en % du PIB



Graphique 10 a
Taux directeurs réels (déflatés par le CPI)



Graphique 10 b
Taux 10 ans réels (déflatés par le CPI)



Synthèse : le passage à une économie favorisant davantage les "jeunes"

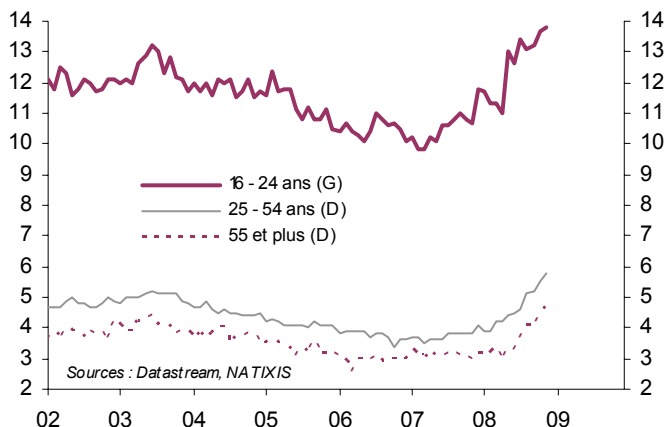
Avant la crise :

- l'exigence forte de rentabilité du capital conduisait à comprimer les salaires,
- les prix des actifs augmentaient excessivement,
- la politique monétaire était consacrée à lutter contre l'inflation, et ne réagissait pas aux hausses des prix des actifs

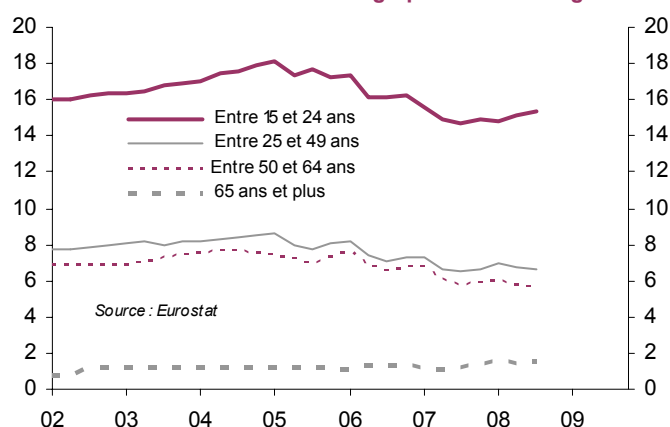
on avait clairement une **organisation économique favorable aux "vieux"** (détenteurs du capital, des actifs, prêteurs...).

Ces mécanismes s'ajoutaient aux autres facteurs de détérioration de la situation des jeunes, chômage en particulier (**graphiques 11 a/b/c**).

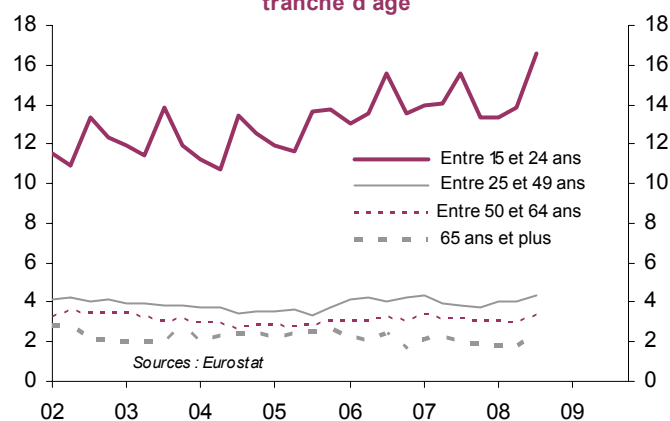
Graphique 11 a
Etats-Unis : Taux de chômage par tranche d'âge



Graphique 11 b
Zone euro : taux de chômage par tranche d'âge



Graphique 11 c
Royaume Uni : taux de chômage par tranche d'âge



On peut penser que la crise va réorienter, volontairement ou de fait, la situation économique en faveur des jeunes (qui sont acheteurs d'actifs, immobiliers en particulier, davantage salariés que propriétaires du capital, emprunteurs) avec :

- la correction à la baisse des prix des actifs ;
- la baisse des exigences de rentabilité du capital,
- les politiques monétaires qui devront favoriser le désendettement, d'où des taux d'intérêt réels très bas.