

Flash Economie


4 août 2017 - 920

Les trois capitalismes et leur cohérence

Nous examinons les trois modèles présents de capitalisme : le capitalisme « financier anglo-saxon », le capitalisme « coopératif » d'Europe continentale, le capitalisme « d'Etat », chinois en particulier. Nous voulons montrer que le modèle économique et institutionnel des pays qui adoptent un de ces types de capitalisme est cohérent autour du modèle de capitalisme choisi : le choix d'un type de capitalisme implique des choix pour l'organisation du système financier, du marché du travail, de la fiscalité, du rôle de l'Etat... Adopter un modèle de capitalisme impose d'adopter aussi les autres organisations institutionnelles cohérentes avec ce modèle.

Nous allons montrer :

- que le capitalisme « financier anglo-saxon » (choix des entreprises liés à l'intérêt des actionnaires) implique la flexibilité du marché du travail, la faiblesse de la pression fiscale donc du rôle de l'Etat, permet donc le financement des entreprises sur les marchés financiers ;
- que le capitalisme « coopératif d'Europe continentale » (choix des entreprises liés aux intérêts de toutes les parties prenantes des entreprises, Responsabilité Sociale de l'Entreprise) implique un marché du travail réglementé, n'est donc compatible qu'avec des relations de financement à long terme entre entreprises et banques, conduit à un partage des revenus qui ne soit pas anormalement défavorable aux salariés, donc à l'acceptation d'un rendement des fonds propres plus faible que dans le modèle anglo-saxon ; conduit aussi à ce que les entreprises contribuent davantage au financement des dépenses sociales, de l'équipement des territoires, de la formation, donc à une pression fiscale plus forte sur les entreprises ;
- que le capitalisme « d'Etat » (chinois) implique une forte connivence entre l'Etat, les entreprises, les banques publiques, dans les domaines du financement des entreprises, de leur stratégie, de leur développement international.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Capitalisme « financier anglo-saxon »

Dans ce modèle de capitalisme (présent en particulier aux Etats-Unis, au Royaume-Uni), les choix des entreprises sont faits essentiellement en fonction des intérêts des actionnaires. De manière cohérente :

- la flexibilité du marché du travail est forte (tableau 1), ce qui permet de déformer le partage des revenus en faveur des profits (graphiques 1a/b, ceci a été fait dans les années 1980 au Royaume-Uni, depuis le début des années 2000 aux Etats-Unis...);

Tableau 1 : Indice de protection de l'emploi : degré de réglementation du marché du travail* (Emploi à durée indéterminée)

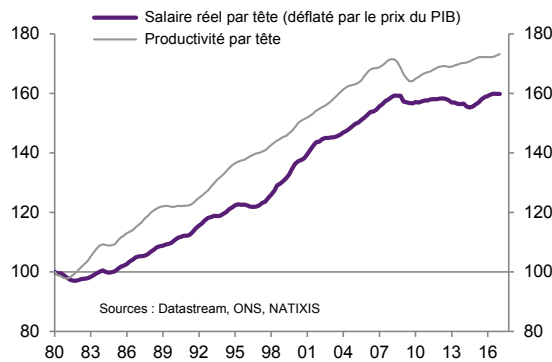
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Etats-Unis	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
Royaume-Uni	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,66
Allemagne	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95	2,84	2,84	2,84	2,84	2,84	2,84
France	2,64	2,73	2,73	2,73	2,73	2,73	2,87	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82
Espagne	2,76	2,76	2,76	2,76	2,76	2,76	2,66	2,66	2,66	2,56	2,56	2,36
Italie	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15	3,03	3,03	3,03	3,03	3,03	2,89
Suède	2,58	2,58	2,58	2,58	2,58	2,58	2,52	2,52	2,52	2,52	2,52	2,52

(*) Echelle de 0 à 6, les valeurs augmentant avec le degré de rigueur de la réglementation

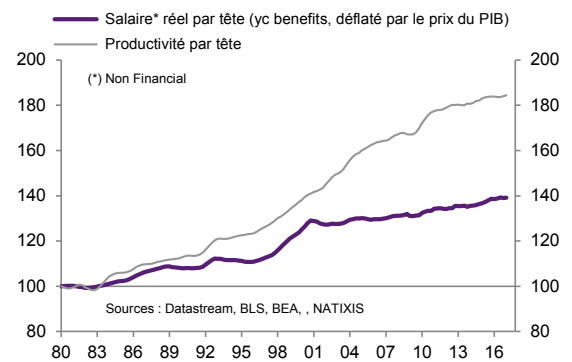
Rupture de série en 2008

Sources : OCDE, NATIXIS

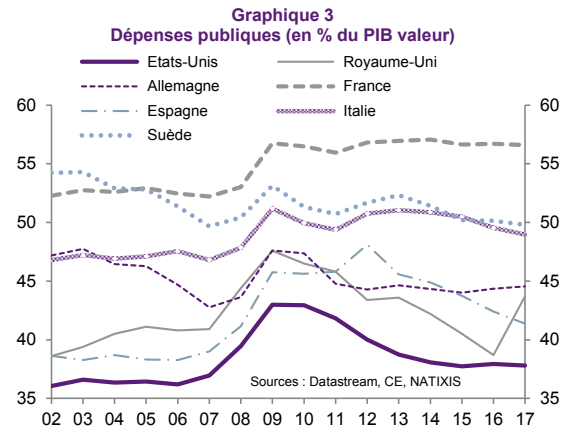
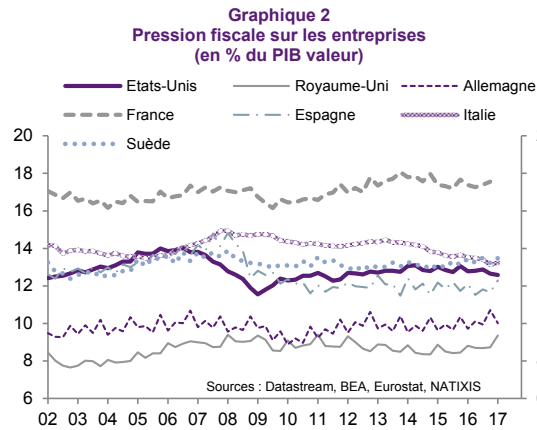
Graphique 1a
Royaume-Uni : salaire réel et productivité par tête (100 en 1980:1)



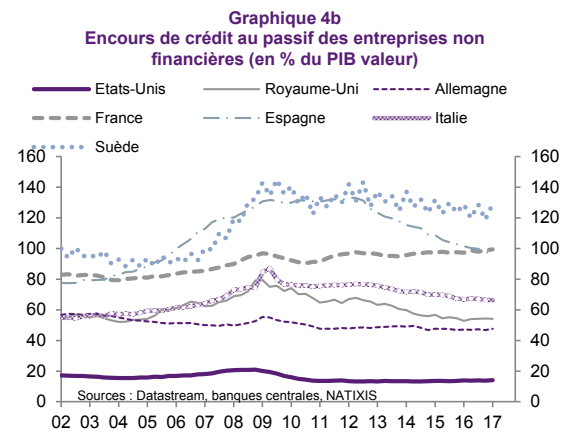
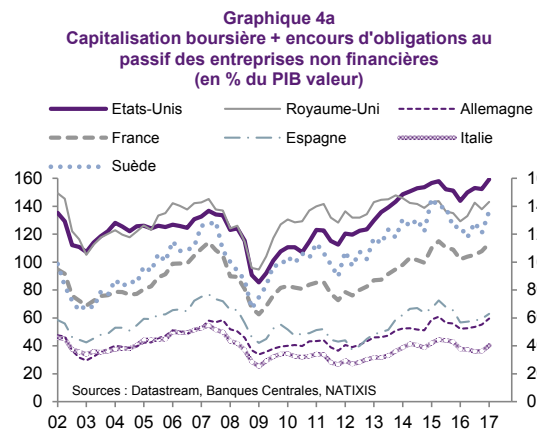
Graphique 1b
Etats-Unis : salaire réel et productivité par tête (100 en 1980:1)



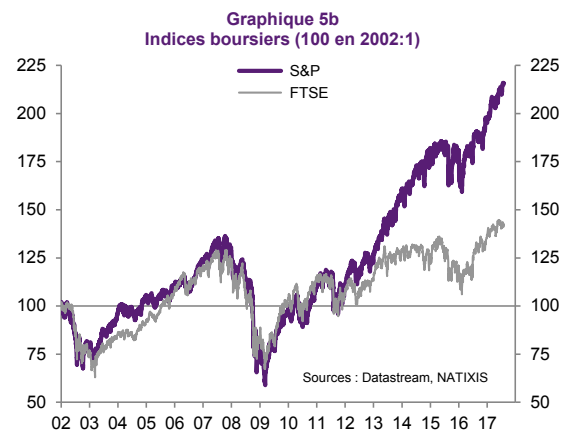
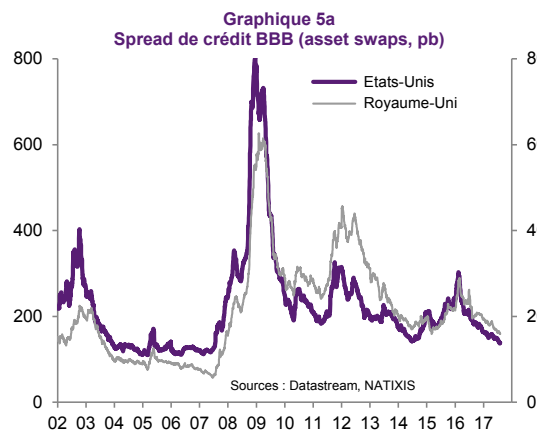
- pour contribuer à la forte rentabilité du capital pour les actionnaires, la pression fiscale sur les entreprises est faible (graphique 2), ce qui impose que le poids de l'Etat soit faible (graphique 3, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni plus faible que dans la zone euro) ;



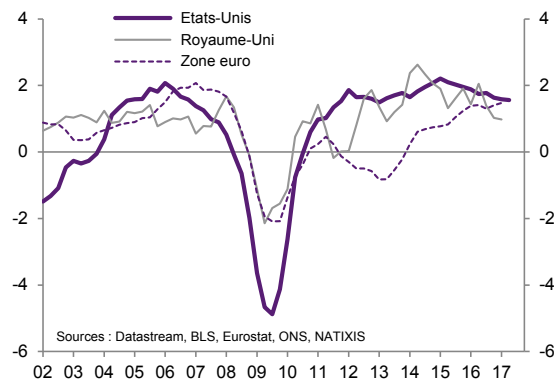
– la flexibilité du marché du travail permet que les entreprises soient financées sur les marchés financiers (graphiques 4a/b) et moins par le crédit bancaire.



En effet, dans les périodes de récession, les marchés financiers se ferment, ce que montrent les évolutions des spreads de crédit et des cours boursiers (graphiques 5a/b), ce qui impose aux entreprises de pouvoir ajuster très rapidement l'emploi dans les récessions (graphique 6).



Graphique 6
Emploi (GA en %)

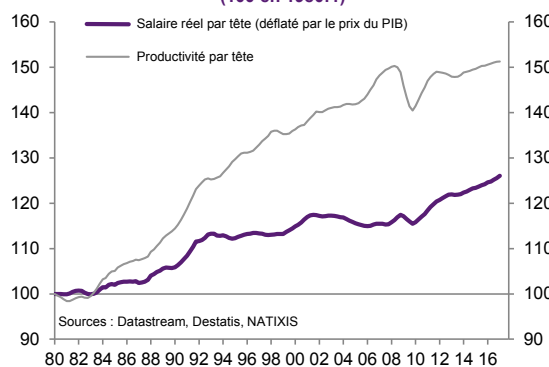


Capitalisme « coopératif » d'Europe continentale

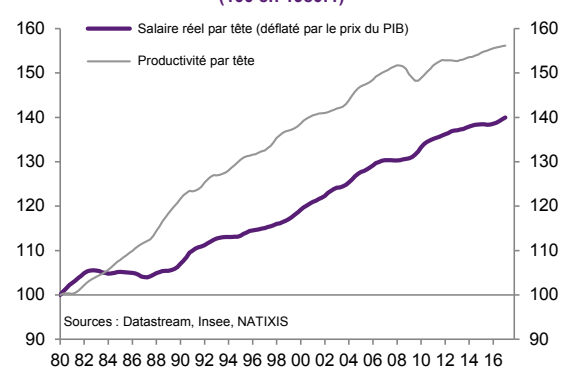
Dans ce modèle de capitalisme, les décisions des entreprises sont prises en faveur de toutes les parties prenantes (stakeholder) de l'entreprise : actionnaires, prêteurs, salariés, fournisseurs, clients, collectivités locales... (L'entreprise pratique la Responsabilité Sociale de l'Entreprise). Dans ce modèle de capitalisme « coopératif » :

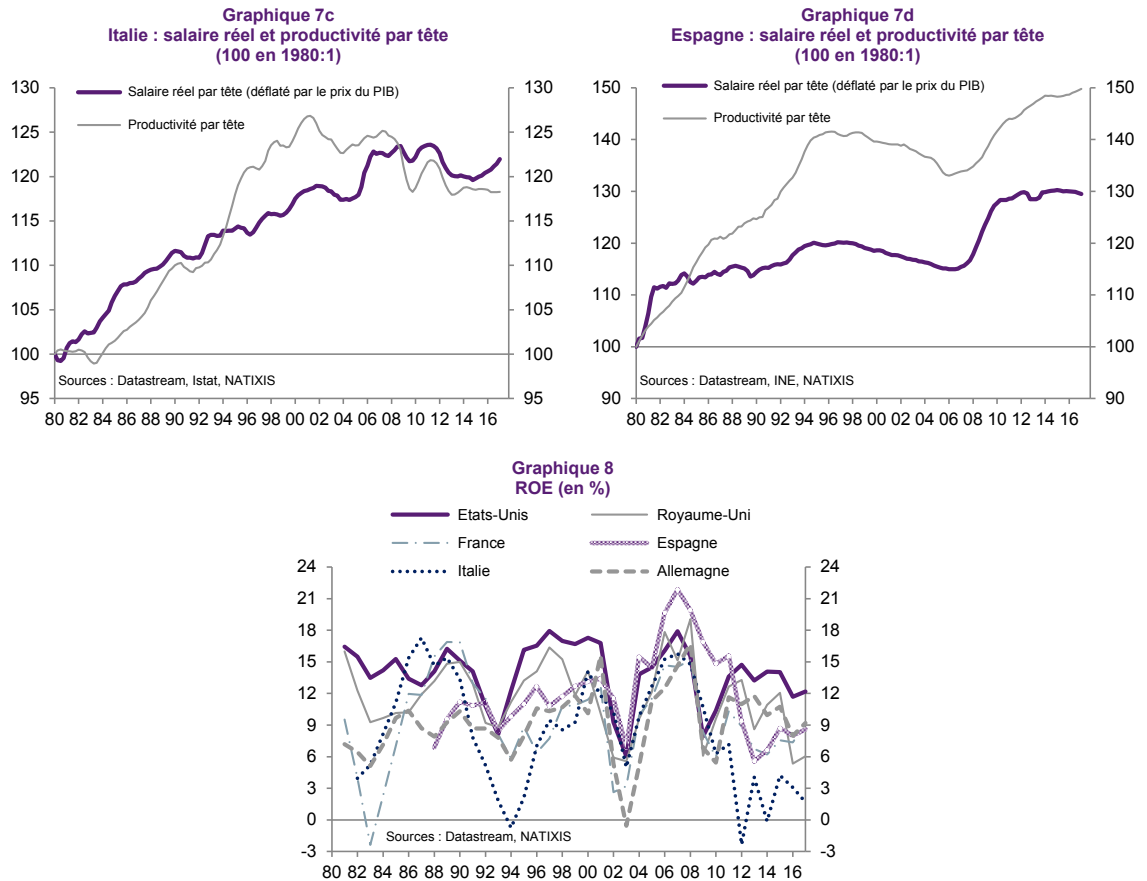
- les salariés sont assez fortement protégés (tableau 1 plus haut) ;
- ce n'est compatible, puisque l'ajustement de l'emploi est lent, qu'avec un modèle de financement où il y a une relation à long terme entre les banques et les entreprises (graphiques 4a/b plus haut) ;
- le partage des revenus n'est pas anormalement défavorable aux salariés (graphiques 7a/b/c/d), ce qui conduit à un rendement des fonds propres plus faible que dans le modèle de capitalisme financier (graphique 8) ;

Graphique 7a
Allemagne : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1980:1)



Graphique 7b
France : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1980:1)





- les entreprises acceptent de participer à la protection sociale, à la formation, au développement des territoires. Ceci conduit à une pression fiscale plus forte sur les entreprises (graphique 2 plus haut).

Capitalisme « d'Etat »

Nous allons prendre l'exemple de la Chine. Il existe en Chine une connivence entre :

- les entreprises d'Etat (SOEs) qui représentent encore 23% du PIB (tableau 2) ;

Tableau 2 : Chine : poids dans le PIB des entreprises (en %)

	Entreprises publiques chinoises	Entreprises privées	Hong Kong, Macao et entreprises à capitaux étrangers
2007	28,3	51,4	20,3
2008	27,6	52,4	20,0
2009	27,4	53,3	19,3
2010	26,6	54,1	19,3
2011	26,0	55,1	19,0
2012	25,6	55,9	18,5
2013	24,9	56,5	18,5
2014	24,2	57,2	18,5
2015	23,7	57,9	18,4
2016	22,9	58,6	18,5

Source : NBS

- les banques d'Etat, qui représentent encore 80% des financements (tableau 3) ;

Tableau 3 : Chine : composition du secteur bancaire (en % du montant des actifs)

Type de banque	2013	2014	2015
Banques stratégiques et China Development Bank	8,3	9,1	9,7
Grandes banques commerciales	43,3	41,2	39,2
Banques commerciales par action	17,8	18,2	18,6
Banques commerciales urbaines	10,0	10,5	11,4
Banques commerciales rurales	5,6	6,7	7,6
Banques mutualistes rurales	0,8	0,6	0,4
Coopératives urbaines de crédit	0,0	0,0	0,1
Coopératives rurales de crédit	5,7	5,1	4,3
Institutions financières non bancaires	2,6	2,9	3,3
Banques étrangères	1,7	1,6	1,3
Nouvelles formes d'institutions financières rurales et caisse	4,1	4,1	4,2
Total	100	100	100

Sources : rapport annuel 2016 de la CBRC, NATIXIS

- l'Etat, qui intervient pour définir la stratégie des entreprises, autoriser ou freiner leur expansion internationale (graphique 9), autoriser leur financement (tableau 4).

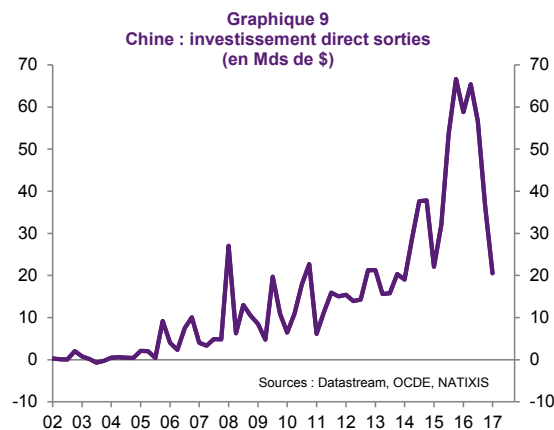


Tableau 4 : Chine : structure du crédit bancaire*

Emprunteurs	En % du total des crédits
Petites et très petites entreprises	18,6
Collectivités locales	16,3
Grandes et moyennes entreprises	42,7
Ménages	22,4

(*) Décembre 2016

Sources : PBoC, Natixis

Ce modèle de capitalisme d'Etat en Chine donne aux entreprises d'Etat des moyens financiers considérables, mais les contraint, de plus en plus, à avoir une stratégie qui correspond à celle de l'Etat chinois.

Synthèse : quelle stratégie pour l'Europe continentale ?

On a longtemps annoncé la disparition du capitalisme de type « européen » : et son remplacement par le capitalisme « financier » anglo-saxon. Ceci n'est plus clair : **il se développe bien en Europe Continentale un capitalisme « coopératif »**, soucieux des

différentes parties prenantes de l'entreprise, intervenant dans la formation, le développement des territoires. **L'Europe est aussi confrontée à l'expansion internationale du capitalisme d'Etat, en particulier chinois : 46,3 Mds \$ d'acquisitions chinoises en Europe en 2016.**

Comment faut-il que l'Europe réagisse ?

- en protégeant ses secteurs stratégiques, mais quels sont les secteurs stratégiques ?
- en comprenant que, comme nous l'avons montré, **un modèle capitaliste est un tout cohérent** qui comprend la définition des objectifs des entreprises, mais aussi les institutions du marché du travail, le rôle de l'Etat, l'organisation des secteurs financiers, la fiscalité.

Adopter un modèle de capitalisme impose d'adopter cet ensemble de normes.

Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et 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. 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 conseillers, ni toute autre personne ne doit accepter 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 a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière 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.

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 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 conseillers 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 supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) 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'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée en matière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR 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 est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propres agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFICATIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>