

La baisse de la part salariale : reflet de la montée en puissance des investisseurs institutionnels ?

Depuis cinquante ans environ, la part des salaires dans la valeur ajoutée tend à baisser. Les situations sont contrastées d'un pays à l'autre, mais la tendance globale est bel et bien là. La mondialisation commerciale et le progrès technique sont les deux pistes d'explication les plus souvent proposées. Bien qu'importants, ces deux facteurs ne suffisent pourtant pas à expliquer dans son intégralité la variation du partage de la valeur ajoutée. Cette *Lettre* suggère une autre piste d'explication, tenant davantage à l'évolution de la gouvernance des entreprises, en lien avec leur mode de financement et au rôle accru en la matière des investisseurs institutionnels.

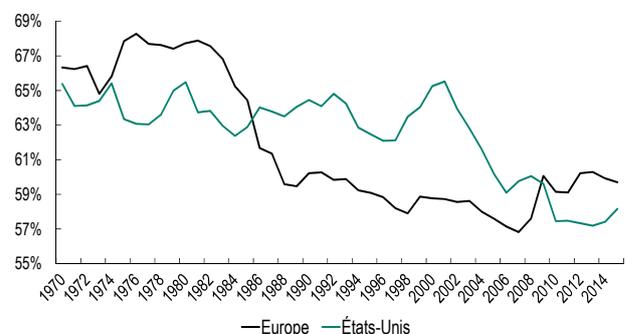
■ Une baisse généralisée de la part des salaires dans la valeur ajoutée...

La part de la valeur ajoutée attribuée au travail (rémunérations du travail, cotisations patronales comprises) a baissé ces cinquante dernières années dans le monde. C'est un constat global qui cache certes des profils différents et quelques exceptions, mais qui vaut aussi bien pour les pays développés que pour les pays en développement. Entre 1970 et 2015, la part des travailleurs américains et européens dans la valeur ajoutée des entreprises¹ a perdu respectivement 7,2 et 6,6 points de pourcentage (p.p.)² (graphique 1). Les dynamiques sont un peu décalées, puisqu'en Europe, la baisse a principalement eu lieu en début de période (1970-1995), alors qu'aux États-Unis elle s'observe à la fin de la période (1990-2010) ; elle n'en reste pas moins effective dans les deux régions.

En Europe, la baisse s'observe pour la plupart des pays, hormis la Grèce et le Royaume-Uni, exception la plus notable étant donné qu'il s'agit d'un pays structurellement proche des autres. Les profils de longue période sont toutefois assez contrastés selon les pays : les baisses ne sont pas enregistrées partout au même moment et la réaction à la crise de 2007-2008 varie selon les pays. La France se caractérise notamment par une chute de la part des rémunérations

du travail entre 1970 et 1994 (- 8,3 p.p.), puis une stabilité de cette part entre 1995 et 2007 (- 0,3 p.p.), et une remontée à la suite de la crise (+ 3 p.p.) tenant en partie au ralentissement de la croissance et à la rigidité à la baisse des salaires. Cette hausse de la part des rémunérations du travail dans la valeur ajoutée, visible aussi en Autriche, en Belgique, en Allemagne, en Italie ou bien encore aux Pays-Bas, n'efface ni l'hétérogénéité des situations entre 1995 et 2007 ni la forte baisse au début de la période entre 1970 et 1990 (graphique 2).

Graphique 1 – Part des rémunérations du travail dans la valeur ajoutée en Europe et aux États-Unis

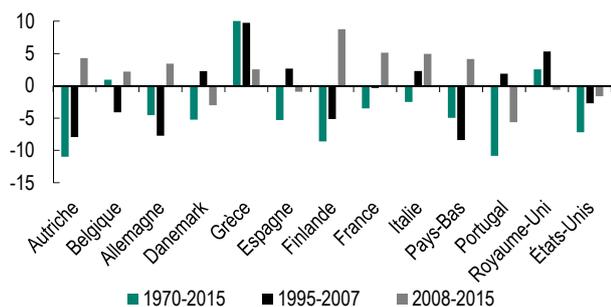


Source : calculs de l'auteur à partir de données d'Eurostat et de la Réserve fédérale des États-Unis.

1. Ce travail a été réalisé à partir des données de comptabilité nationale relatives à la valeur ajoutée des sociétés non financières. Les résultats présentés étendent ceux de S. Piton et A. Vatan (2018), « Le partage de la valeur ajoutée », *L'économie mondiale 2019*, La Découverte, 67-80.

2. 1 point de pourcentage représente en France environ 761 euros en 2018 par salarié ou actif et par an (en comptant 30 millions d'actifs pour un PIB de 2 283 milliards d'euros).

Graphique 2 – Part des rémunérations du travail dans la valeur ajoutée dans quatre pays européens



Source : calculs de l'auteur à partir de données d'Eurostat, EU KLEMS, et de la Réserve fédérale des États-Unis.

■ ... que la mondialisation et le progrès technique ne suffisent pas à expliquer

Faut-il y voir un effet de composition sectorielle, conséquence notamment de la mondialisation ? Autrement dit, les pays ont-ils eu tendance à se spécialiser dans les secteurs où la main-d'œuvre est la moins chère, tirant ainsi la part salariale vers le bas dans le partage de la valeur ajoutée ? Un simple exercice de décomposition de la variation de la part du travail dans la valeur ajoutée permet d'invalider cette thèse, au moins comme explication majeure. Cet exercice indique que 70 % de cette variation s'explique par une variation à l'intérieur des secteurs et non entre secteurs. Cela rejoint le résultat d'études antérieures (Karabarbounis et Neiman, 2013)³ et amène à rejeter l'idée que la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée ne serait que la conséquence d'une recomposition sectorielle.

Le progrès technique constitue une deuxième piste d'explication. Ce dernier peut baisser la part salariale par, au moins, deux canaux. Le premier, le plus souvent évoqué, est celui de la « course de l'homme contre la machine »⁴. Dans ce scénario, il serait plus rentable pour une entreprise de remplacer du travail par du capital physique, ce qui entraînerait une baisse de la part salariale si le niveau de salaire ne s'ajuste pas suffisamment pour compenser la réduction du nombre d'heures travaillées. L'étude de Karabarbounis et Neiman (2013) donne du crédit à ce scénario, en observant que depuis quarante ans, le prix réel de l'investissement a eu tendance à baisser. Pour le dire autrement, une même machine coûte moins cher ou, pour le même prix, permet de produire plus. Ceci augmente mécaniquement la productivité du travail, ce qui devrait avoir tendance à augmenter le salaire horaire. Cependant, ces auteurs montrent que les secteurs où le prix de l'investissement a le plus baissé sont précisément ceux où la part salariale a le plus baissé également. Ce qui suggère d'abord que les salaires ont augmenté moins vite que la productivité du travail, mais surtout étaye la thèse selon laquelle le progrès technique serait responsable de l'effritement de la part salariale. Cette explication a toutefois le défaut de supposer un coût du capital (ensemble des

rémunérations du capital rapporté au stock de capital utilisé dans la production) en baisse, alors que ce n'est pas le cas. Sur la période, il est vrai que la réponse à la baisse du prix de l'investissement a été une plus forte utilisation du capital (+ 21 % en Europe et + 24 % aux États-Unis), mais le rendement réel du capital s'est lui aussi accru (respectivement + 21 % en + 25 %). Les prix de l'investissement n'expliquent donc pas toute la baisse de la part salariale.

De plus, le progrès technique ne se reflète pas uniquement dans les prix de l'investissement. L'utilisation plus importante d'actifs immatériels dans la production constitue un second canal par lequel la technologie peut modifier la répartition de la valeur ajoutée. Or les actifs immatériels ont la particularité d'avoir un taux de dépréciation plus élevé, ce qui accroît le coût du capital. Selon Koh et al. (2016)⁵, le stock de capital a été multiplié par 6 aux États-Unis, entre 1950 et 2013, contre 25 pour le stock de capital immatériel pour un taux de dépréciation 5 fois supérieur. Ce type d'actifs pose de redoutables problèmes de mesure, car on ne dispose généralement pas de valeur de marché pour les évaluer. Cependant, leur effet peut être appréhendé, pour les raisons que nous venons d'évoquer, à travers la consommation de capital fixe. Or la part de la consommation de capital fixe dans la valeur ajoutée a augmenté respectivement de 2,1 p.p. aux États-Unis et de 2,9 p.p. en Europe entre 1980 et 2015, bien moins que celle du capital (respectivement + 6,2 p.p. et + 6,6 p.p. aux États-Unis et en Europe). Là non plus, l'explication ne se réduit pas à une utilisation plus intensive d'actifs immatériels.

Globalement, les évolutions technologiques expliquent surtout l'accumulation de capital et son utilisation accrue dans la production, mais pas l'augmentation de son coût unitaire. Enfin, notons que cette hausse ne saurait pas non plus s'expliquer par les taux d'intérêt puisque ceux-ci ont beaucoup baissé pendant la période observée. C'est plutôt du côté de la hausse de la part des profits qu'il faut tourner le regard pour comprendre la baisse de la part salariale dans la valeur ajoutée.

■ Du côté des profits...

Les profits sont ce qui reste de la valeur ajoutée après déduction des rémunérations du travail (ce qui donne l'excédent brut d'exploitation), déduction du remplacement du capital usé (on obtient ainsi l'excédent net d'exploitation), et une fois payé l'ensemble des charges, intérêts sur les dettes et impôts (le solde correspond au compte du revenu d'entreprise, l'équivalent dans la comptabilité nationale des profits courants avant distribution). C'est donc la rémunération du capital que la technologie (aussi bien à travers l'évolution du prix de l'investissement qu'à travers celle du coût d'usure), le coût de la dette (à travers l'évolution du taux d'intérêt) ou le taux d'imposition ne peuvent expliquer.

Si la mondialisation et le progrès technique constituaient des explications suffisantes, les profits avant distribution seraient restés

3. L. Karabarbounis & B. Neiman (2013), « The global decline of the labor share », *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 61-103.

4. E. Brynjolfsson & A. McAfee (2012), *Race against the machine: How the digital revolution is accelerating innovation, driving productivity, and irreversibly transforming employment and the economy*, Digital Frontier Press.

5. D. Koh, R. Santaella-Llópiz & Y. Zheng (2016), « Labor share decline and intellectual property products capital », *Barcelona Graduate School of Economics Working Paper 927*.

constants. Cela n'est pas le cas et tend même à l'être de moins en moins aux États-Unis. Cela incite à chercher d'autres pistes d'explications, en phase avec la différence d'évolution constatée aux États-Unis et en Europe entre 1995 et 2015. L'Europe présente un profil en cloche, avec néanmoins une tendance à la hausse des profits avant distribution, tandis que les États-Unis présentent une tendance à la hausse plus nette. Un constat épouse ces différences : les profits avant distribution évoluent comme la rémunération des actionnaires, et cela vaut quels que soit les profils contrastés des pays européens (hausser pour l'Allemagne, en cloche pour la France, et baissier pour le Royaume-Uni). Les données de longue période, disponibles pour les États-Unis confirment qu'en tendance les rémunérations des actionnaires et les profits avant distribution se sont rapprochés.⁶

Globalement, si l'on veut comprendre la baisse de la part salariale depuis cinquante ans, c'est donc plus du côté des déterminants de la hausse du profit qu'il faut regarder que de celui du changement technologique. Les rémunérations des actionnaires sont une part croissante des profits. De plus, comme cela a été montré, la baisse de la part salariale a beau être globale et tendancielle, il existe des périodes ou des pays pour lesquels on constate une hausse. Or le changement technologique a concerné l'ensemble de ces pays et de la période. L'explication réside donc davantage dans des facteurs qui varient selon les pays et la période. La gouvernance des entreprises, qui commande en grande partie les rémunérations versées aux

actionnaires, dont la part est allée croissant dans les profits, nous semble à cet égard une bonne piste.

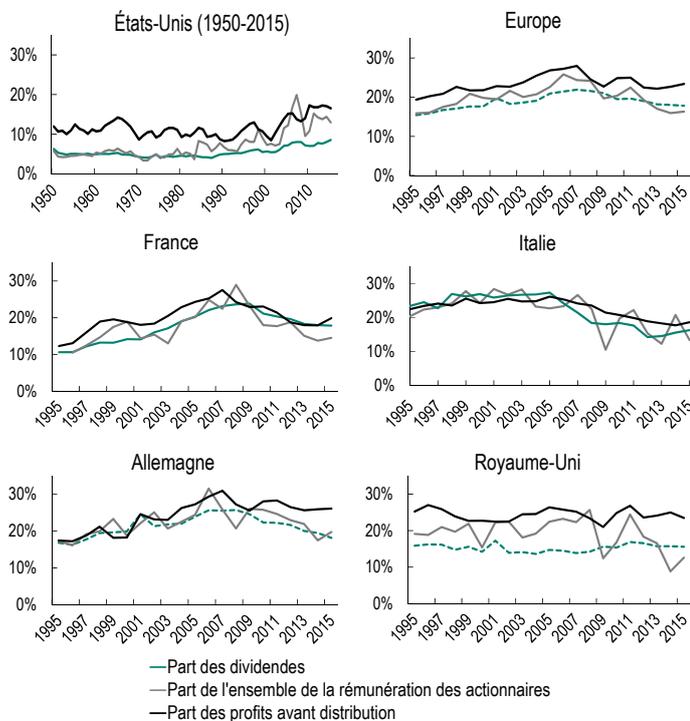
■ ... une hausse reflétant le rôle croissant des investisseurs institutionnels

La montée en puissance des investisseurs institutionnels (fonds d'investissement, sociétés d'assurances et fonds de pension) dans la gouvernance des entreprises est l'un des traits saillants des dernières décennies. Ceux-ci ont joué un rôle croissant dans la propriété des entreprises cotées. Ces acteurs financiers investissent pour le compte de leurs clients et influencent les stratégies des entreprises. Ils ont notamment tendance à imposer une culture du résultat de court terme. Une récente étude a d'ailleurs établi un lien entre la présence de ces investisseurs et l'horizon court-termiste des investissements des entreprises (Gutiérrez et Philippon, 2018)⁷. L'exigence de rentabilité forte à court terme que font valoir ces investisseurs tend à faire monter la part du profit dans la valeur ajoutée créée par l'entreprise. Leur pouvoir d'influence tient au fait qu'ils détiennent, souvent, une part importante du capital d'une entreprise et qu'ils investissent dans plusieurs entreprises d'un même secteur. Ce levier leur permet d'exiger une rémunération importante des actionnaires. Le rôle accru de ces investisseurs institutionnels est le témoin du passage, depuis les années 1980, d'un capitalisme contractuel à un capitalisme financiarisé (Aglietta, 2017)⁸, lequel se caractérise par un principe de maximisation de la valeur actionariale et ainsi par une pression sur la part salariale.

La part des actions détenues par ces investisseurs est passée de 10 % aux États-Unis en 1950 à 70 % en 1995 puis 84 % en 2015. Cette même part a significativement augmenté aussi en Europe au cours de la même période, passant de 39 % à 60 %. Aux États-Unis et en Europe, la part des investisseurs institutionnels dans la détention des entreprises a suivi la même tendance que la part des dividendes dans la valeur ajoutée et celle des profits avant distribution (graphique 4). Pour chaque pays en moyenne au cours de la période, la part des investisseurs institutionnels a évolué de concert avec celle des rémunérations des actionnaires (graphique 5). Les pays dans lesquels les investisseurs institutionnels jouent un plus grand rôle sont donc aussi ceux qui distribuent de plus fortes rémunérations à leurs actionnaires.

Cela étant dit, corrélation n'est pas causalité ! Il se pourrait tout autant que les investisseurs institutionnels aient pris une part plus importante dans le capital des entreprises dans les pays qui rémunèrent le mieux les actionnaires. Ce seraient ainsi les fortes rémunérations actionnariales qui attireraient ces investisseurs et non eux qui agiraient, *via* la gouvernance de l'entreprise, en faveur des actionnaires, poussant les profits à la hausse. Cette objection impliquerait toutefois que les investisseurs institutionnels aient un appétit de rendement sensiblement plus fort que celui des autres investisseurs, ce qui n'est

Graphique 3 – Profits avant distribution et rémunérations des actionnaires en part de la valeur ajoutée



Note : en Europe, les données de rachats d'actions ne sont disponibles qu'à partir de 1995, ce qui explique l'échelle de temps utilisée.

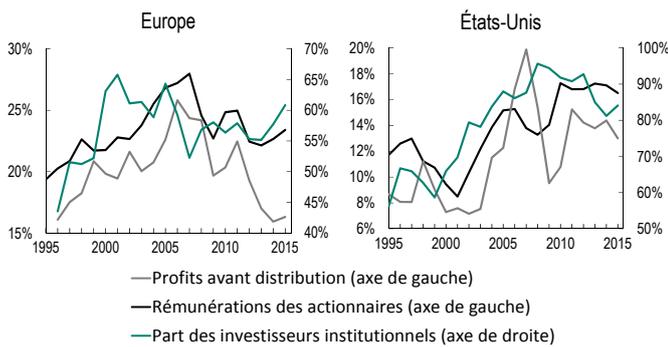
Source : calculs de l'auteur à partir de données d'Eurostat et de la Réserve Fédérale des États-Unis.

6. Aux États-Unis, la part de ces rémunérations dépasse celle des profits lors de la crise de 2007 du fait des rachats d'actions.

7. G. Gutiérrez & T. Philippon (2018), « Ownership, concentration, and investment », *AEA Papers and Proceedings* 108, 432-37.

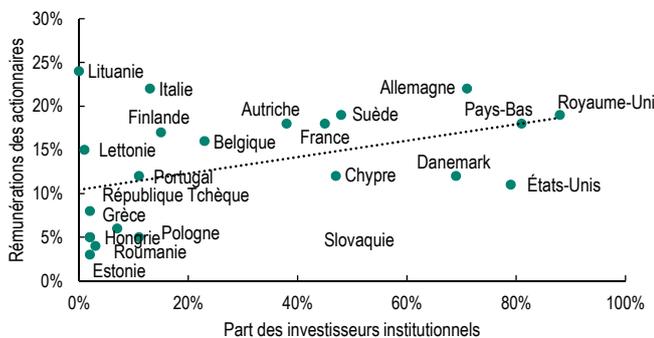
8. M. Aglietta (2017), « Capitalisme : les mutations d'un système de pouvoir », *L'économie mondiale 2018*, La Découverte, 24-41.

Graphique 4 – Profits avant distribution, rémunérations des actionnaires et part des investisseurs institutionnels



Source : calculs de l'auteur à partir de données d'Eurostat et de la Réserve Fédérale des États-Unis.

Graphique 5 – Relation entre la part des investisseurs institutionnels et les rémunérations des actionnaires



Note : en moyenne sur la période 1995-2015 (en points de pourcentage). La part des investisseurs institutionnels est exprimée relativement au capital des entreprises. La part des rémunérations des actionnaires relativement à la valeur ajoutée.

Source : calculs de l'auteur à partir de données d'Eurostat et de la Réserve Fédérale des États-Unis.

pas démontré. On peut ensuite faire remarquer que cette tendance à la hausse des profits s'observe dans les pays où historiquement le poids de ces investisseurs institutionnels est élevé. Le rôle accru de ces derniers a donc précédé la hausse des rémunérations des actionnaires. Aux États-Unis, par exemple, la part salariale a décliné de 3 p.p., alors que la part des profits avant distribution ainsi que la part des rémunérations des actionnaires se sont accrues de 4 p.p..

Parallèlement, le rôle des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises s'est accru de 16 p.p.. Cette explication est d'autant plus convaincante qu'elle reste valide dans le cas des quelques pays où la tendance est inverse. Au Royaume-Uni notamment, exception la plus notable parmi les pays de notre échantillon, la part salariale s'est accrue de 4 p.p. alors que la part des rémunérations a décliné de 3 p.p., celle des profits de 1 p.p. et celle des investisseurs institutionnels de 4 p.p.. À l'opposé, il serait difficile d'admettre que le Royaume-Uni n'ait pas eu accès à la même technologie que les États-Unis ou la majorité des autres pays européens. On en déduit que c'est vraisemblablement davantage vers la transformation de la gouvernance des entreprises plutôt que vers celle de la technologie qu'il convient de se tourner pour comprendre l'évolution du partage de la valeur ajoutée au cours des dernières décennies.

Pour conclure, la baisse généralisée de la part salariale dans le monde depuis cinquante ans trouve vraisemblablement une part de son explication dans le rôle accru des investisseurs institutionnels, qui exercent une pression à la hausse sur la rémunération des actionnaires et, ce faisant, à la baisse sur les salaires. Cette nouvelle répartition de la valeur ajoutée pourrait être sans incidence macroéconomique majeure si ce que le salarié perdait en salaire, il le gagnait en revenu du capital issu de l'intermédiation que les investisseurs institutionnels réalisent sur les marchés financiers avec leur épargne. Sauf que le capital est encore plus inégalement réparti que les salaires.⁹ Une baisse de la part salariale est donc loin d'être neutre dans la mesure où ce sont les plus riches qui possèdent la plus grande part du capital et qui, de surcroît, ont une part de leur revenu issue du capital relativement plus élevée. Cette nouvelle répartition de la valeur ajoutée participe donc à la hausse des inégalités. C'est d'ailleurs dans les pays où la part salariale a le plus chuté que les inégalités ont le plus augmenté depuis cinquante ans.

Antoine Vatan
antoine.vatan@cepil.fr

9. T. Piketty (2013), *Le capital au XXI^e siècle*, Le Seuil.

La Lettre du



© CEPII, PARIS, 2019

RÉDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
20, avenue de Ségur
TSA 10726
75334 Paris Cedex 07

Tél. : 01 53 68 55 00
www.cepil.fr – @CEPII_Paris

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :
Jézabel Couppey-Soubeyran
& Thomas Renault

RÉALISATION :
Laure Boivin

La Lettre du CEPII
est disponible en version électronique
à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/LaLettreDuCEPII>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,
s'inscrire à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)
ISSN 2493-3813 (en ligne)
CCP n° 1462 AD

Février 2019
Imprimé en France par le CGSP
Service Reprographie

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

