

Tristan Auvray, Thomas Dallery,  
Sandra Rigot

# L'ENTREPRISE LIQUIDÉE

LA FINANCE CONTRE L'INVESTISSEMENT

Postface de Michel Aglietta

Essai

MICHALON

2016

## L'ENTREPRISE LIQUIDÉE

En trente ans, la finance est devenue toute-puissante. Pas un jour sans connaître les mouvements du CAC ou du NASDAQ, pas une semaine sans analyse du change, pas un mois sans fermeture d'usine, pas un an sans inquiétude sur la dette publique, pas une décennie sans une crise financière. Le bilan macroéconomique de nos économies occidentales est peu glorieux : une croissance molle, des investissements atones, un chômage endémique, des inégalités croissantes.

Le constat est sans appel : les politiques libérales ont déréglementé la finance, et la banque, qui accompagnait autrefois l'industrie dans ses investissements à long terme, lui fait aujourd'hui obstacle. La créativité des financiers s'est substituée à celle des entrepreneurs.

Pour la nouvelle génération des économistes français, il est urgent de remettre la finance à sa place : ce n'est pas à l'économie d'obéir à la finance, mais à la finance de servir l'économie.

Un ouvrage qui décrypte trente ans de financiarisation de l'économie, propose un examen détaillé de l'articulation entreprise/finance et avance des propositions - analysées et commentées par Michel Aglietta - pour mieux penser l'économie réelle.

*Tristan Auvray, Thomas Dallery et Sandra Rigot sont tous trois économistes, maîtres de conférences et chercheurs au CNRS.*

## REMERCIEMENTS

Ce livre est le fruit d'une recherche collective à l'initiative du [collège des Bernardins](#) et de l'Université de Paris Ouest Nanterre La Défense, qui a débuté en 2012 et s'est achevée par un colloque conclusif les 6 au 8 novembre 2014. Cette recherche portant sur l'entreprise visait à étudier plus particulièrement les modalités de l'engagement durable des hommes et des partenaires financiers dont les contributions conditionnent l'existence de l'entreprise et sa pérennité. Si elle était co-supervisée par Olivier Favereau (professeur d'économie à l'Université de Paris Ouest Nanterre la Défense) et Baudoin Roger (codirecteur du département de recherche Économie, Homme et Société des Bernardins), elle comprenait quatre groupes de travail « Gouvernance et statuts », « Constitutionnalisation », « Biens communs et travail ». Nous avons eu le privilège d'animer le dernier groupe de travail « Finance » qui traitait de l'articulation spécifique entre entreprise et finance après trente ans de financiarisation de l'économie. Notre problématique était de réfléchir au type de système ou d'environnement financier qui permettrait aux inter-médiaires financiers de réorienter l'épargne qu'ils collectent vers des investissements productifs et innovants, plutôt que vers des placements court-termistes.

Nous tenons ici à exprimer toute notre gratitude envers le collège des Bernardins pour son soutien. Plus personnellement, nous remercions vivement Olivier Favereau, Baudoin Roger et François Chavaudret pour leur aide précieuse lors des différentes étapes de ce projet.

# SOMMAIRE

## INTRODUCTION

### CHAPITRE 1 : DU FINANCEMENT À LA FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE

1. Le rôle du système financier

2. Une finance plus ou moins encastrée au cours de l'Histoire

*Au commencement était la dette...*

*Le capitalisme industriel du XIXe siècle (1776-1873) : des entrepreneurs soucieux de perpétuer leur empire*

*Le capitalisme de banquiers des débuts du XXe siècle (1890-1929) : financier jusqu'à l'excès*

*Le capitalisme managérial des Trente Glorieuses (1945-1973) : l'État régule, les managers misent sur le long terme*

*Le capitalisme financiarisé à partir des années quatre-vingt*

3. Se repérer dans les institutions financières

*La montée des intermédiaires financiers*

*Le maquis des intermédiaires financiers*

*Mesures et démesures de la finance*

### CHAPITRE 2 : LES RAVAGES DE LA FINANCIARISATION

1. Les ravages microéconomiques : la gouvernance actionnariale défavorise l'investissement

*La gouvernance d'entreprise : les pouvoirs sont allés aux zinzins*

*La liquidité des marchés financiers pousse au court terme et oublie l'investissement*

*Des marchés qui ne financent plus l'entreprise*

2. Les ravages au niveau macroéconomique : la financiarisation, ennemie de la croissance et de l'emploi

*La taille de la finance en question au niveau macroéconomique*

*Un régime d'accumulation profondément dépressionnaire*

*Quels succès pour la financiarisation ?*

*La financiarisation, fossoyeuse de l'investissement*

*Avec la financiarisation, un régime macroéconomique en soins palliatifs*

*La multiplication des crises financières*

### CHAPITRE 3 : REMETTRE LA FINANCE À SA PLACE

1. L'illusion de la croyance dans les investisseurs à long terme

*Les « bons » actionnaires existent-ils ?*

*Les investisseurs de long terme : à long terme en théorie, court-termistes en pratique*

*Les investisseurs de long terme : les biais réglementaires court-termistes*

2. Contrôler la liquidité et transformer la gouvernance

*Retrouver la valeur du temps pour favoriser le long terme*

*Revoir la gouvernance pour soustraire l'entreprise à la pression des actionnaires*

3. Pour une régulation publique stricte

*L'intervention publique, contre l'autorégulation*

*Une Banque Partenariale de Financement de l'Investissement, au service de la société*

## CONCLUSION

## POSTFACE

## GLOSSAIRE

## NOTES

## BIBLIOGRAPHIE

## INTRODUCTION

*« L'une des ironies de la bourse c'est qu'elle ne cesse de souligner l'activité des marchés financiers. Les institutions financières, en référence à la liquidité, chantent les louanges de sociétés dont les actions changent fréquemment de main... mais les investisseurs devraient comprendre que ce qui est bon pour le croupier n'est pas bon pour le client. Un marché boursier hyperactif est le pickpocket de l'entreprise. »*

Warren Buffett (1997, p. 129), notre traduction

*« Rien n'illustre plus violemment la différence entre les préoccupations des participants au marché financier et les besoins des entreprises et des ménages que le sujet de la liquidité. »*

John Kay (2015), notre traduction

Pendant très longtemps, le consensus académique était qu'un surplus de finance était nécessaire au développement économique. De là, de nombreuses politiques publiques visaient le développement des marchés financiers pour en attendre des retombées positives, que ce soit dans les pays développés ou même dans les pays émergents. Toujours plus de finance, ce serait en quelque sorte toujours plus de croissance.

La croyance dans ce bel édifice a cependant commencé à se fissurer récemment, au point que même au sein du Fonds monétaire international (FMI) et de l'Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE), institutions qu'on ne peut décemment pas accuser de gauchisme primaire, des économistes en viennent à reconnaître que le développement de la finance aurait pu être poussé trop loin. Trop loin parce qu'il s'accompagnerait d'une croissance économique plus faible et d'une montée significative des inégalités, mais trop loin aussi parce que le développement de la finance favoriserait le déclenchement de crise financière et exposerait donc l'économie réelle à -davantage d'instabilité.

Pourquoi donc cette remise en cause intervient-elle actuellement ? Parce que certains économistes dominants ont un peu plus de mal que d'habitude à faire abstraction du monde qui les entoure en pleine période de troubles financiers. Aussi parce que, comme l'avoue un économiste de renom comme Luigi Zingales, il semblerait que désormais le discours académique admis dans la profession consiste à critiquer la finance, alors qu'il y a encore quelques années, l'avancement professionnel passait davantage par des recherches louant la finance... En bons carriéristes, la ligne éditoriale de notre ouvrage sera critique envers la finance !

Depuis 2008, l'économie mondiale traverse une crise extrêmement sévère. Suite à l'effondrement des marchés immobiliers puis financiers, l'activité économique a été profondément ralentie avec un chômage de masse qui s'est installé pour durer. Pour le cas de la France, le taux de chômage est ainsi passé de 7,1 % au premier trimestre 2008 à 10,3 % au premier trimestre 2015, soit environ 1 million de chômeurs supplémentaires. Une crise qui était d'abord financière, et d'abord américaine, a fini par toucher des travailleurs français qui n'y étaient pas pour grand-chose. La finance peut donc nuire à l'économie réelle et au salarié moyen, avec une facilité d'autant plus grande que, à l'inverse des migrants, elle traverse allègrement les frontières.

Sept ans après le déclenchement de la crise, nous ne sommes toujours pas sortis du marasme économique. Nous ? Ça dépend de qui on parle. La finance se porte bien, merci pour elle ! En effet, alors que le Produit intérieur brut -français n'a augmenté que de 11,66 % entre le premier trimestre 2009 et le premier trimestre 2015, l'indice CAC40 a, lui, augmenté de 106,79 % sur la même période : l'activité économique telle que mesurée par le PIB pointe largement derrière l'indice phare mesurant la santé de la Bourse de Paris. Alors que la finance

entraîne l'économie réelle dans ses déboires en période trouble, elle ne la porte pas franchement sur ses épaules en période faste. « Pile, je gagne ; face, tu perds », voilà ce qui semble être le jeu que propose la finance à l'économie réelle, autrement dit, la privatisation des gains et la socialisation des pertes. En effet, alors que ce sont ses excès qui ont conduit l'économie réelle dans le mur en 2008, la finance semble s'être parti-culièrement bien relevée depuis lors, sans qu'elle n'ait eu véritablement à payer pour les dégâts occasionnés.

Au-delà de son rôle, déjà considérablement néfaste lors de la dernière crise, il nous semble que la finance est à blâmer pour avoir continûment freiné l'activité économique depuis les 35 dernières années. La thèse que nous défendrons dans cet ouvrage est que la finance a mis en place un ensemble d'institutions inamicales envers les entreprises<sup>1</sup>, la croissance et l'emploi.

Avant d'en venir à analyser et accuser ces institutions, le premier temps (chapitre 1) de l'ouvrage sera dédié à l'identification du coupable : la finance, c'est qui ? Nous identifierons donc les acteurs de la finance, leur rôle dans le fonctionnement de nos économies. Nous aurons aussi recours à l'histoire pour montrer que la finance avait déjà été au pouvoir des évolutions économiques : la financiarisation n'est pas sans précédent. Dans les années 1920, les excès de la finance ont précipité le krach de 1929, la grande dépression des années 1930 puis la Seconde Guerre mondiale. Aujourd'hui, la figure de la finance, ce n'est plus le spéculateur individuel, mais c'est le gestionnaire d'actifs des investisseurs institutionnels. C'est par son intermédiaire que passe la pression à la rentabilité qui pèse sur les entreprises. Pour satisfaire aux exigences de leurs actionnaires, les entreprises doivent n'entreprendre que les seuls projets d'investissement qui surpassent une convention de rentabilité financière de plus en plus élevée. Le problème, c'est que les poules aux œufs d'or sont bien plus rares que les traditionnelles, mais non moins honorables, poules de basse-cour. Les rendements ciblés par les actionnaires conduisent les entreprises à ne plus investir que de manière sélective. Cette parcimonie dans les plans d'investissement entrepris rejaillit sur l'ensemble de l'économie : si les entreprises investissent moins, ce sera le principal moteur de la croissance économique qui patinera, ce qui nuira aussi à l'embauche.

Dans un deuxième temps (chapitre 2), nous verrons que l'entreprise est sous le joug de la finance du fait de la combinaison des règles de gouvernance et de la -liquidité des marchés financiers. Du côté de la -gouvernance, la finance a instauré depuis le début des années 1980 de plus en plus de dispositifs destinés à aligner -l'intérêt des chefs d'entreprise sur celui des actionnaires. Du côté des marchés financiers, la finance a poursuivi la recherche de la liquidité absolue : les capitaux doivent pouvoir franchir les frontières et les marchés. Un actionnaire doit pouvoir se désengager en vendant à tout moment un placement qu'il ne jugerait plus suffisamment rentable. C'est aussi par ce canal de la menace de sortie que les actionnaires sont en mesure de se faire entendre de dirigeants éventuellement récalcitrants. Quelque part, c'est aussi à l'entreprise que l'on demande de devenir liquide, aussi fluide qu'un désir actionnarial. L'entreprise n'est plus perçue comme un projet de long terme, mais elle doit pouvoir être remise en cause au rythme des publications financières quotidiennes : l'instabilité de la convention financière contamine la structure productive.

Gouvernance et liquidité, voilà désignés les deux mécanismes qui placent l'entreprise sous l'éteignoir. Toute tentative de remettre la finance au service de -l'entreprise se doit donc d'adresser ces deux problèmes pour rétablir un modèle productif raisonnable. -L'horizon des réformes, que nous proposerons dans un dernier temps (chapitre 3), vise précisément à contrecarrer le court-termisme et à défendre l'investissement productif. C'est là la condition nécessaire pour atteindre une économie réellement durable, capable d'affronter les enjeux de la restauration de l'emploi et du changement climatique.

---

<sup>1</sup> C'est à la société cotée en bourse que nous allons particulièrement nous intéresser.

# CHAPITRE 1

## DU FINANCEMENT À LA FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE

La recherche de rentabilité à court terme par les entreprises non financières, la détention accrue d'actifs financiers par les ménages, la surveillance renforcée des finances publiques par les marchés, le rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des entreprises, la création de produits dérivés par les banques, les politiques de change de certaines banques centrales... tout relève, à un degré plus ou moins marqué, de la financiarisation. Cette dernière peut se définir comme un processus par lequel la finance impose progressivement sa domination à l'économie réelle, que ce soit au niveau macroéconomique où la finance est -susceptible de ralentir la croissance et l'emploi, ou au niveau microéconomique où la finance contraint les entreprises à poursuivre la valeur actionnariale, en sacrifiant l'investissement au profit de la distribution de dividendes.

La financiarisation de l'économie n'est pas une situation nouvelle. Il s'agit d'une tendance à l'œuvre de la finance de toujours chercher à s'extraire, à se désencastrer de l'économie réelle. Derrière les thèses du désencastre-ment de l'économie des sphères sociales (Polanyi, 1944), morales (le désenchantement du monde de Max Weber, 1905) et politiques (l'asservissement de la politique économique aux marchés chez Adam Smith, 1776), ce sont surtout des tentatives répétées, réussies puis -corrigées, de désencastrer la finance de l'économie.

Ces trente dernières années représentent une phase de désencastrement durant laquelle les investisseurs financiers ont connu un formidable essor en termes d'actifs sous gestion. En présentant de manière synthétique ces investisseurs, nous allons montrer leur grande diversité mais aussi leur formidable imbrication.

### 1. Le rôle du système financier

À quoi ça sert la finance ? Pour le comprendre, il faut substituer le terme de financement au terme trop vague pour le moment de finance. Le financement est l'opération qui, par exemple, permet à une entreprise qui a plus de dépenses que de revenus de trouver les fonds nécessaires pour les régler. Où l'entreprise trouve-t-elle les fonds en question ? Auprès, par exemple, d'un ménage qui reçoit davantage de revenus qu'il n'engage de dépenses. Dans ce cas, on dit que l'entreprise a un besoin de financement et que le ménage a une capacité de financement. À partir de là, il existe deux modalités par lesquelles le ménage va confier sa capacité de finance-ment à l'entreprise : cela peut se faire -directement, dans le cadre de la souscription d'une action ou d'une obligation émise par l'entreprise sur le marché financier ; cela peut s'opérer indirectement, par l'intermédiaire d'une institution financière (une banque, par exemple) qui collecte l'épargne du ménage et accorde un crédit à l'entreprise. L'ensemble des marchés financiers et des institutions financières constitue le système -financier. Quand la première modalité domine, on parlera -d'économie de marchés financiers ; à l'inverse, quand la deuxième modalité prévaut, on parlera d'une économie d'endettement.

L'évolution du système financier que l'on qualifie de financiarisation serait, en première approximation, celle du passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers. Dans ce cas, la figure de l'actionnaire supplante celle du banquier. La -financiarisation devait permettre une meilleure allocation de l'épargne grâce aux marchés financiers. Il devait en résulter une augmentation de l'investissement productif.

Cependant en pratique, les deux modalités cohabitent et s'entremêlent, au point que la distinction théorique n'est pas très opératoire. En particulier, l'une des évolutions les plus marquantes de ces quarante dernières années est l'implication croissante des institutions

financières au cœur des marchés financiers. Au lieu de se contenter de faire du crédit et de collecter des dépôts d'épargne, les banques ont de plus en plus cherché à diversifier leurs emplois en achetant des actifs variés (crédits, mais aussi actions, obligations, immobilier), tout en modifiant considérablement leurs ressources en émettant elles-mêmes des titres (actions, obligations, certificats de dépôts). Voyant leur rôle de financeur privilégié mis en danger par la concurrence du financement direct, les banques ont réagi et investi le champ des marchés financiers pour ré-intermédiaire le financement. Les marchés financiers étaient censés imposer un financement direct, mais en réalité y règne une chaîne extrêmement longue et complexe d'intermédiaires financiers, au sein de laquelle les banques, et plus largement les investisseurs institutionnels (fonds de pension et sociétés d'assurance notamment), interviennent sur plusieurs maillons essentiels de la chaîne.

Mais, avant de détailler les conséquences de la financiarisation, le rôle joué par la finance dans une économie capitaliste doit être précisé.

Une manière commode de représenter le fonctionnement d'une économie est de convoquer l'image d'un circuit parcouru de flux monétaires entre acteurs. Nous suivons ici Van de Velde (2005) dans sa présentation des quatre temps du circuit macroéconomique. L'économie dont est dessiné le circuit est très simplifiée. Les hypothèses restrictives seront levées progressivement par la suite. Initialement, nous nous intéressons à une économie fermée, sans État, et avec un simple financement bancaire (pas de marchés financiers ni d'actionnaires).

– *Le premier temps du circuit* est celui du préfinancement de l'économie. Les entreprises sollicitent les banques pour obtenir des prêts et lancer la production. Le montant des crédits dépendra des anticipations des entrepreneurs concernant la demande, demande qui devra couvrir les coûts de production ainsi que les investissements désirés par les entreprises.

– *Le deuxième temps du circuit* est celui de la production et de la rémunération des travailleurs. Le processus de production a lieu, le produit sort des chaînes, et les salariés reçoivent de l'entreprise un revenu, versé en contrepartie de leur participation à la production.

– *Le troisième temps du circuit* est celui de la dépense du revenu. Les salariés dépensent leur revenu en biens de consommation et les entreprises investissent en biens d'équipement.

– *Le quatrième temps du circuit* est celui du remboursement des crédits bancaires. Sous un certain nombre d'hypothèses, les entreprises sont en mesure de rembourser intégralement leurs crédits aux banques : la dette est ici un préfinancement, le financement final étant effectué grâce aux profits.

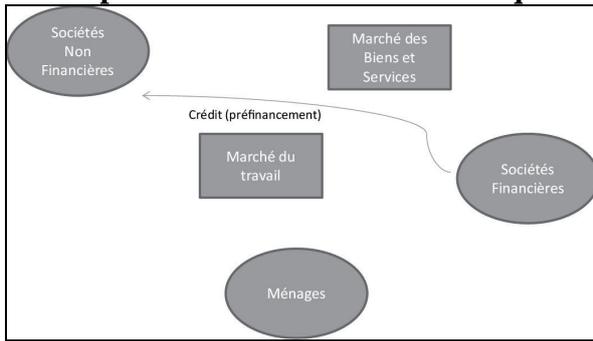
À la fin de la période, les banques sont donc en mesure de prêter à nouveau aux entreprises. Celles-ci ayant grossi (investissement) sans endettement résiduel (remboursement intégral de la dette), les étapes précédentes peuvent désormais se reproduire mais à une échelle élargie.

Ces flux et leurs séquences sont représentés par la Figure 1.

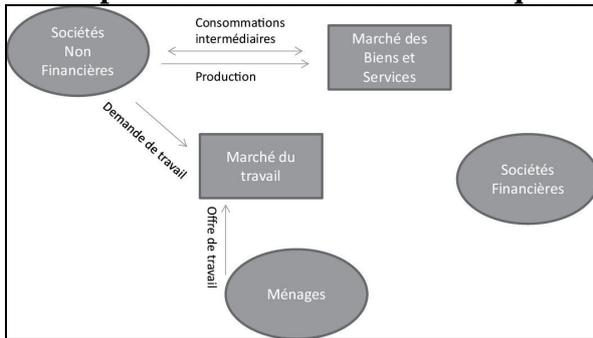
Bien évidemment, ce schéma fort simplifié repose sur de nombreuses hypothèses restrictives. Entre autres, il ne tient pas compte des dettes accumulées ou des profits conservés par le passé. Les travailleurs -consomment -l'intégralité de leurs salaires, sans rien épargner. L'État ou le secteur extérieur sont aussi absents de ce circuit.

Figure 1 : Un circuit macroéconomique simplifié

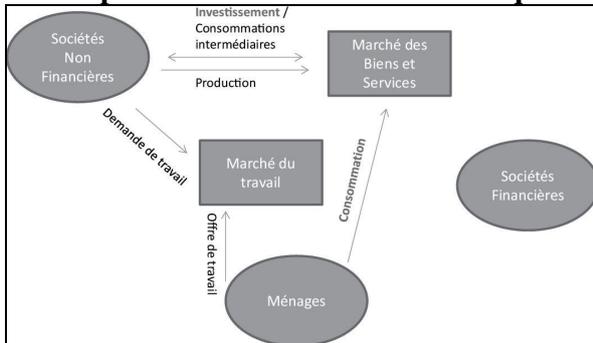
**Le temps 1 du circuit macroéconomique : le préfinancement**



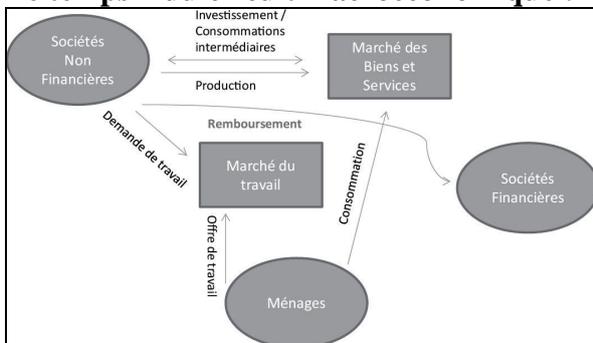
**Le temps 2 du circuit macroéconomique : la production**



**Le temps 3 du circuit macroéconomique : la dépense**



**Le temps 4 du circuit macroéconomique : le remboursement**



Intégrer l'ensemble de ces complications devient vite délicat si on veut conserver une représentation compréhensible. *L'ajout des marchés financiers* dans le schéma précédent illustre comment les entreprises trouvent des financements directement auprès des épargnants, sans passer par les intermédiaires financiers. Les entreprises émettent des actions qui seront

souscrites par les ménages (mais aussi par les intermédiaires financiers), et elles verseront aux actionnaires des dividendes. Elles pourraient également contribuer à rémunérer leurs actionnaires en procédant à des rachats d'actions. De leur côté, les ménages peuvent désormais épargner une partie de leur revenu, soit en achetant directement des titres sur les marchés financiers, soit en confiant leurs dépôts d'épargne à des intermédiaires financiers qui feront du crédit

et/ou achèteront des titres sur les marchés financiers. Si globalement les ménages ont tendance à exhiber une capacité de financement, certains d'entre eux ont aussi recours aux intermédiaires financiers pour emprunter, afin soit de financer l'achat d'un logement, soit simplement de consommer. Ces opérations financières donnent lieu à des versements de revenus (intérêts et dividendes).

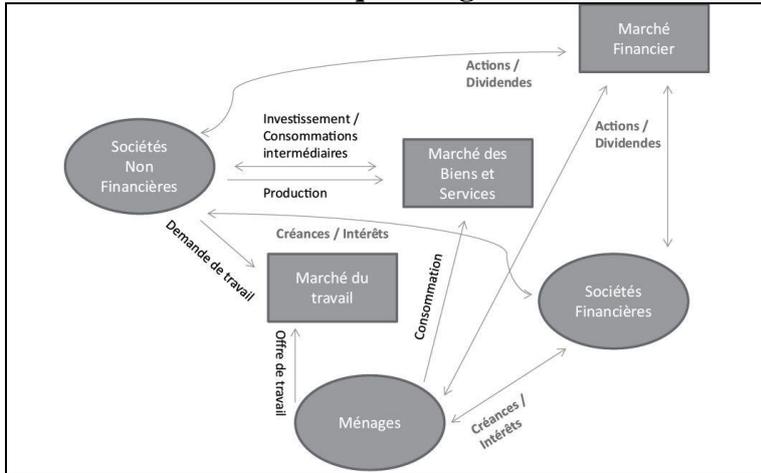
*L'ajout du secteur public* génère de très nombreuses opérations économiques. Richard Musgrave (1959) offre une présentation synthétique des différentes fonctions économiques de l'État : celle de fourniture de services publics, celle de redistribution et celle de stabilisation de la conjoncture macroéconomique. La première fonction suppose que l'État va produire des biens et des services non marchands qui seront utilisés par les ménages. Pour rendre ces services publics, l'État passera des commandes aux entreprises, l'activité économique s'en trouvera stimulée. Mais l'État versera également des salaires à ses fonctionnaires, ce qui contribuera à renforcer le potentiel de consommation dans l'économie. La deuxième fonction de l'État assimile l'État à un Robin des Bois : il va prendre aux riches pour donner aux pauvres. Mais les riches ou les pauvres dont il s'agit ne sont pas -nécessairement à comprendre au seul plan économique : la redistribution concerne aussi des transferts des jeunes vers les seniors (assurance retraite), des bien-portants vers les malades (assurance maladie), des salariés vers les chômeurs (assurance chômage), des personnes seules vers les familles nombreuses (allocations familiales), des propriétaires vers les locataires (allocations logement)... Par son poids, la fonction de redistribution de l'État a une réelle influence sur la conjoncture économique. Mais si l'État décide de soutenir l'économie en maintenant un déficit public, il faudra le financer. Les administrations publiques entrent donc en relation avec les marchés financiers pour le financement de la dette publique, ce qui entraîne le versement d'intérêts aux créanciers de l'État.

Enfin, dernière complication : *l'ajout du secteur extérieur*. Depuis le renforcement de la mondialisation dans les années 1980, il devient de plus en plus difficile de produire des réflexions économiques sans intégrer le rôle de l'extérieur dans l'économie nationale. Certes, faute d'échanges inter-planétaires, l'économie mondiale prise dans sa globalité reste encore une économie fermée, mais dès qu'il s'agit d'analyser le fonctionnement d'une économie nationale, il devient primordial d'intégrer les conséquences des échanges extérieurs, que ces échanges soient productifs (déplacements de la main-d'œuvre

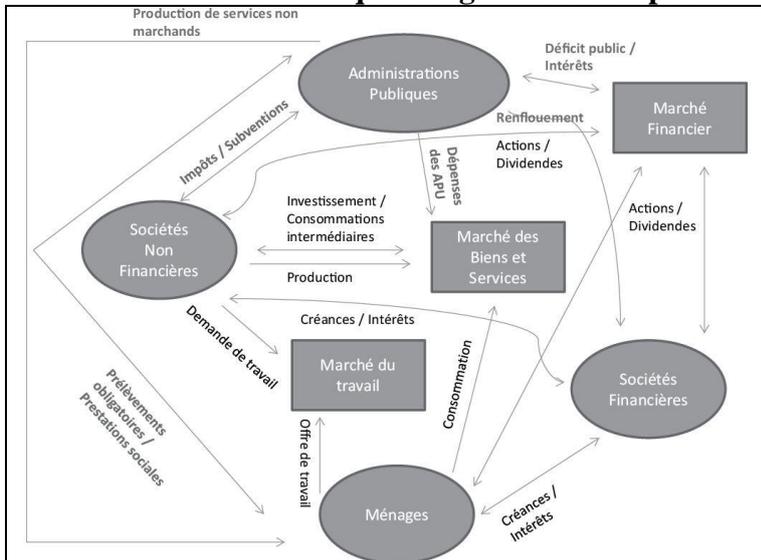
et/ou des entreprises), marchands (commerce extérieur), financiers (flux de dividendes et d'intérêts en provenance et à destination du reste du monde, en contrepartie des investissements réalisés). La Figure 2 présente le circuit économique élargi.

Figure 2 : Le circuit macroéconomique élargi

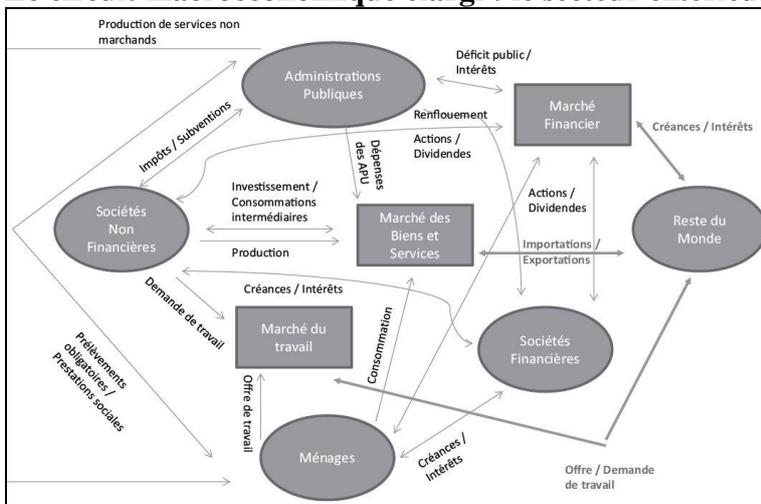
**Le circuit macroéconomique élargi : le secteur financier**



**Le circuit macroéconomique élargi : le secteur public**



**Le circuit macroéconomique élargi : le secteur extérieur**



Le principal intérêt de ce genre de représentation schématique de l'économie est qu'il permet de raisonner sur l'ensemble des flux économiques d'une période. En particulier, cela permet de poser les bases de l'écriture de l'identité macroéconomique essentielle : *la nécessaire égalité des balances financières des différents secteurs institutionnels*. Derrière ce nom un peu barbare, il s'agit simplement de reconnaître que quand quelqu'un prête, c'est que quelqu'un emprunte : toute relation financière suppose une contrepartie. La balance financière d'un secteur institutionnel peut s'écrire comme la différence entre ses revenus et ses dépenses. Cette différence peut être positive ou négative : on aura une capacité de financement dans le premier cas, et un besoin dans le second. Pour les ménages, cette balance financière sera *a priori* positive et correspond grosso modo à la différence entre les salaires et la consommation. Pour les entreprises, elle sera *a priori* négative, et cela équivaudra à la différence entre les profits conservés et l'investissement. Pour les administrations publiques, la balance financière -s'apparente au solde budgétaire, soit la différence entre les recettes fiscales et les dépenses publiques ; dans le cas de la France, elle est négative depuis quelques années maintenant. Enfin, pour le dernier secteur institutionnel, le reste du monde, la balance financière est évaluée par la différence entre les importations et les exportations de l'économie nationale : un déficit commercial signifie que le reste du monde va prêter des fonds à l'économie nationale pour qu'elle finance les importations qui excèdent les exportations.

Quelles que soient les affinités théoriques de chacun, tout raisonnement économique doit respecter cette égalité macroéconomique qui veut que la somme des balances financières des secteurs institutionnels -aboutisse à zéro. Bien sûr, cette égalité des balances financières peut aussi être mobilisée par des -théories macroéconomiques qui y ajouteront des liens de -causalité. C'est, par exemple, ce que fait la loi de Kalecki quand elle affirme que « les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent alors que les travailleurs dépensent ce qu'ils gagnent » (encadré p. 32). Au-delà des liens de causalité que l'on peut y ajouter, le minimum est de conserver ce cadre comptable. Toute analyse qui ne respecte pas cette contrainte est irrationnelle. Il est, par exemple, impossible de prédire que les ménages et les entreprises vont épargner davantage, que l'État va totalement résorber son déficit public et que le reste du monde va avoir une capacité de financement elle aussi en hausse ; cela reviendrait à affirmer que des prêteurs prêtent, sans que personne n'emprunte... Si on est certain que les ménages, les entreprises et le reste du monde vont dégager une capacité de financement supplémentaire, c'est que nécessairement l'État devra subir un surcroît de besoins de financement, c'est-à-dire un déficit budgétaire qui se creuse.

### **La loi de Kalecki**

La loi de Kalecki est intéressante pour notre propos car elle permet de comprendre à la fois l'origine des profits macroéconomiques et le rôle clef de l'investissement dans la dynamique, tout en prolongeant -l'analyse de nos économies en termes de circuit.

#### *Posons l'égalité*

Dans un cadre simplifié d'une économie capitaliste pure, deux classes sociales s'affrontent : salariés et capitalistes. Les profits des entreprises ( $\Pi$ ) s'écrivent traditionnellement comme la différence entre leur chiffre d'affaires (CdA) et leurs coûts totaux (CT). En simplifiant un peu et en prenant le cas d'entreprises sans travail indirect (pas de cadre) et verticalement totalement intégrées (pas d'achat de matière première), on peut écrire les profits des entreprises comme la simple différence entre le chiffre d'affaires et les salaires versés (W) :

$$\Pi = \text{CdA} - \text{CT} = pQ - W$$

On peut réécrire le chiffre d'affaires comme la demande monétaire adressée aux entreprises

(le produit prix,  $p$ , par quantité,  $Q$ ). Dans ce cadre d'économie fermée sans intervention publique, la demande des entreprises est la somme des dépenses de consommation des ménages ( $C$ ) et des dépenses d'investissement des entreprises ( $I$ ). Autrement dit :

$$\Pi = pQ - W = (C + I) - W$$

On peut désormais ajouter une dernière hypothèse sur le comportement d'épargne des ménages : on suppose ici que les ménages n'ont pas les moyens d'épargner, que les revenus qu'ils touchent sont entièrement consacrés à la consommation (salaire de subsistance).

Désormais, puisque  $W = C$  (propension marginale à consommer égale à l'unité), on a :

$$\Pi = I$$

Cette égalité nous dit que le montant des profits macroéconomiques est égal au montant des dépenses d'investissement macroéconomique : il s'agit bien de macroéconomie, ceci n'est évidemment en rien garanti pour une seule entreprise.

#### *Ajoutons un sens de causalité*

Une fois l'égalité posée, Michal Kalecki va plus loin en y rajoutant un sens de causalité. Pour cela, Kalecki (1943) se demande simplement laquelle de ces deux variables est l'objet d'une décision des entreprises. Selon lui, ce sont alors les dépenses d'investissements des entreprises qui déterminent la masse des profits macroéconomiques, car si les entreprises ne décident pas du montant de leurs profits, elles décident par contre du montant de leurs dépenses d'investissement.

Les profits macroéconomiques répondent à une loi essentielle : ils se forment quand les entreprises arrivent à récupérer en recettes (en dépenses qui leur sont -adressées) plus que ce qu'elles ont contracté comme coûts de production. Ici, les salaires sont neutres pour les entreprises en termes de profit : c'est un coût de production qui leur revient entièrement sous la forme de consommation. Mais les dépenses d'investissement sont bien le moteur des profits : il s'agit de recettes pour l'ensemble des entreprises sans que cela ne rentre dans leurs coûts de production ; l'investissement est bien une dépense pour les entreprises, mais n'est pas compté comme un coût.

On peut désormais compliquer un peu la représentation de l'économie en ajoutant des hypothèses

plus réalistes. Si la distribution de profits est intégrée à l'analyse, cela ne modifie pas les coûts de production, car comme pour l'investissement, la distribution de dividendes est bien une dépense, mais elle n'est pas un coût. De plus, ces dividendes sont distribués à des ménages dont il est supposé ici qu'ils dépensent ce qu'ils gagnent. La consommation des profits issus de la distribution de dividendes ( $C[\Pi]$ ) occasionne bien une recette, sans qu'elle ne corresponde à des coûts. Plus les entreprises distribuent de profits, plus elles en réalisent. On retrouve alors le célèbre aphorisme : « Les travailleurs dépensent ce qu'ils gagnent, alors que les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent », que les dépenses soient faites d'investissement ou de dividendes.

Si les travailleurs se mettent à épargner, on obtient le mécanisme strictement inverse du mécanisme précédent portant sur la distribution de dividendes. L'épargne des ménages ( $S_w$ ) provient en effet d'un coût pour les entreprises (les salaires), qui n'occasionne pas de recettes, puisque, par définition, l'épargne des ménages est un refus de dépenser. L'épargne pèse donc sur les profits des firmes pour un montant égal à la part des salaires versés qui est épargnée : « Les capitalistes gagnent moins que ce qu'ils dépensent, car les travailleurs dépensent moins que ce qu'ils gagnent ». Mais on peut aussi avoir des phénomènes opposés quand les ménages

se mettent à désépargner, c'est-à-dire à s'endetter : l'endettement des ménages nourrit alors les profits macroéconomiques des firmes, puisque, pour une partie, l'endettement des ménages va refluer vers les entreprises sous la forme de consommation, et cette consommation ne résulte pas d'une distribution de revenus représentant des coûts pour les entreprises : « Les capitalistes gagnent plus que ce qu'ils dépensent, car les travailleurs dépensent plus que ce qu'ils gagnent ».

Si on introduit un rôle économique pour l'État, les dépenses publiques (G) vont correspondre à des recettes pour les entreprises qui ne sont pas issues de coûts de production pour les firmes. Les dépenses publiques financées par endettement sont donc du profit pur pour les firmes. Les impôts (T), quel que soit le secteur institutionnel imposé (ménages, entreprises), sont logiquement une perte de profit pour les entreprises, puisque même si les impôts pèsent sur les ménages, il s'agit de revenus versés par les entreprises aux ménages qui ne -reviendront pas vers les entreprises sous forme de dépenses par ces ménages.

Enfin, les échanges avec l'extérieur sont aussi à étudier. Les importations (M) correspondent à des pertes de profit pour les firmes, puisqu'elles sont issues de revenus versés que les firmes n'ont pas récupérés sous la forme de dépenses (par exemple, la part des salaires qui échoue en consommation importée). Mais les exportations (X) rapportent des recettes aux entreprises nationales sans qu'elles n'aient eu à verser les revenus nécessaires pour l'achat de ces biens exportés.

#### *Une loi au domaine d'application étendu*

En reprenant ces différentes influences, il est possible de donner une expression étendue de la formation des profits macroéconomiques, en droite ligne de ce que l'on peut trouver dans Cordonnier (2006) ou Van Treeck (2009) :

$$\Pi = I + C \Pi + (G - T) + (X - M) - SW$$

Chaque année, les profits sont déterminés par la somme des dépenses d'investissement, de la -consommation des capitalistes, du déficit public, de l'excédent -commercial, mais ils sont négativement affectés par l'épargne des -salariés.

Cette loi de Kalecki ainsi étendue peut s'appliquer à de nombreux cas de figure : un boom de l'investissement dans les Nouvelles Technologies rapportera des profits aux entreprises au niveau macroéconomique (une forme de prophéties auto-réalisatrices) ; un changement dans les règles prudentielles permettant davantage de crédits offerts aux ménages permettra lui aussi un surcroît de profits pour les firmes ; de même, pour un plan de relance par un creusement du déficit public ; ... La loi de Kalecki présente bien un déterminisme macro-économique : une entreprise isolée pourra voir son profit augmenter au-delà de ses espérances par des forces macroéconomiques ou inversement, voir ses espoirs déçus à cause de phénomènes macroéconomiques.

La principale limite de ces représentations schématiques est cependant qu'elles n'intègrent pas vraiment les stocks. On parle du flux d'épargne dans la période, mais, par exemple, on ne dit rien ici du stock de patrimoine accumulé par les ménages, année après année. Pour passer à une étude plus dynamique, il faut intégrer correctement le temps et ses effets sur les stocks. La difficulté majeure dans l'analyse précédente est que la dette stimule fortement l'économie sans que la charge des intérêts ne vienne entraver l'effet positif. Or, la dette a un double visage : elle porte l'économie au moment de sa création et de sa dépense, mais elle freine ensuite l'expansion puisqu'elle impose le versement d'intérêts. Ces deux effets importent, et contribuent à créer deux régimes macro-économiques différents selon que la dette tire (*debt-led*) ou freine (*debt-burdened*) la -croissance, en stimulant ou en contractant les dépenses de -consommation des ménages et/ou les dépenses d'investissement des firmes (Taylor, 2004).

Cependant, le remboursement de la dette n'est pas un problème en soi : il suffit de supposer que les dettes peuvent être remboursées par une nouvelle dette de même nature, de sorte que l'endettement ne s'éteint jamais. En pratique, vouloir rembourser intégralement la dette pour l'État ou les entreprises n'a aucun sens. L'endettement ne compte que dans la mesure où les charges d'intérêt pèsent et où les créanciers acceptent de renouveler la dette existante aux mêmes conditions. C'est ce que font quotidiennement les États qui font simplement rouler leurs dettes publiques, en empruntant à nouveau au moment où une dette passée arrive à échéance... et c'est justement ce qui a été refusé à la Grèce depuis 2010 : privé de l'accès aux marchés financiers, l'État grec ne put faire rouler sa dette qu'en s'adressant directement à ses créanciers (États européens, Banque centrale européenne, FMI), dont les plans d'aide sont conditionnés par la mise en application de mesures politiques férocement libérales. Comme le montre ce dernier exemple, la finance ne sert pas qu'à faire tourner la machine économique, elle permet aussi de faire passer un agenda politique... à condition que le rapport de force institutionnel soit à l'avantage des financiers. Des exemples de ce type ne manquent pas. Mais, un survol de l'histoire longue montre également que la finance peut être arrimée à l'économie réelle grâce à la régulation des marchés.

## 2. Une finance plus ou moins encadrée au cours de l'Histoire

La finance dérégulée que nous connaissons actuellement n'a pas constamment joui d'autant de liberté. Pendant très longtemps, le développement de la finance a été encadré et restreint par des contraintes sociales. Mais le développement du capitalisme s'est réalisé, progressivement, par une ouverture aux mécanismes de la dette.

L'histoire montre une alternance de processus que l'on pourrait caractériser d'encastrement et de désencastrement de la finance au sein des institutions politiques, sociales et religieuses.

Selon Polanyi (1944), l'économie poursuit, depuis le XVI<sup>e</sup> siècle au moins, un mouvement de désencastrement du social. Cette autonomisation progressive a poussé les motifs économiques à gagner de plus en plus de place dans la société, pour finalement créer une « société de marchés » où l'empire de la marchandise s'étend au travail, à la terre et à la monnaie. Dans ce qu'il appelle *La Grande Transformation*, Polanyi décrit comment, après les années 1920, le politique a repris la main sur l'économique. L'émancipation de l'économie n'est pas un mouvement naturel, mais bel et bien une construction humaine, donc réversible. Il en va de même de la place de la finance au sein de l'économie. Les développements de la finance au début du XX<sup>e</sup> siècle ne sont pas sans rappeler les développements récents de la sphère financière. Ainsi, le capitalisme financiarisé actuel a beaucoup à voir avec le capitalisme financier du début du siècle. Mais entre-temps, un autre type de capitalisme, régulé, a vécu et prospéré avant de décliner.

L'identification de ces différentes phases du capitalisme se rapporte selon nous, pour une large part, à l'organisation particulière des institutions financières et à leur pouvoir sur la gouvernance des firmes. Le passage d'un capitalisme à l'autre provient d'une modification des rapports de force entre les différentes classes sociales, cette modification des rapports de force permettant à la classe dominante (et à ses alliées) de cristalliser temporairement leur domination au travers de changements dans les institutions, changements qui bien évidemment favorisent le groupe dominant.

### *Au commencement était la dette...*

On l'a vu avec les schémas précédents, le terme « finance » renvoie à ce qui se rapporte à une relation de dette. À l'origine, étymologiquement, « payer » = « acquitter » = « financer ». « Payer » signifiait apaiser, satisfaire. « Acquitter » signifiait se rendre libre. « Financer » signifiait finir, régler une affaire. Au-delà de cette étymologie, c'est au travers de

l'anthropologie que l'on peut saisir le rôle des dettes dans l'histoire des sociétés anciennes. David Graeber (2013) critique -l'histoire traditionnelle des économistes sur l'apparition de la monnaie<sup>3</sup> : c'est la dette qui serait apparue bien avant les pièces de monnaie, dès la période mésopotamienne (- 3 000). Avec elle, ce sont des relations sociales hiérarchiques entre dominants et dominés qui se développent. Les premières dettes étaient souvent des dettes entre les Temples des Cités-États de Mésopotamie et les paysans de ces contrées. Ces derniers devaient rembourser, par des offrandes, les prêts qu'ils avaient obtenus. Mais en cas de mauvaises récoltes, c'est leurs troupeaux, leurs terres, leur famille qui devenaient la propriété du pouvoir politique et religieux. Ainsi, de nombreuses révoltes ont éclaté, menées par des paysans qui s'étaient exilés pour fuir l'esclavage par la dette : à intervalles réguliers, des nomades armés revenaient alors en ville pour réclamer l'effacement des tablettes sur lesquelles étaient enregistrées les dettes (on pourrait aussi dire l'effacement des ardoises). Pour éviter la guerre civile et les troubles sociaux, un jubilé avait lieu : on effaçait les dettes de tout le monde, on repartait à zéro. La Bible elle-même prévoit ce genre de mécanisme tous les cinquante ans : les esclaves doivent tous être affranchis et les dettes effacées.

« Vous déclarerez sainte cette cinquantième année et proclamerez l'affranchissement de tous les habitants du pays. Ce sera pour vous un jubilé : chacun de vous rentrera dans son patrimoine, chacun de vous retournera dans son clan. »

À l'image de ce premier exemple, la finance était encadrée dans un milieu social et historique : la dette était loin de n'être qu'une question économique.

L'exercice du prêt à intérêt est resté longtemps interdit par les grandes religions monothéistes, sous l'argument que la pratique du prêt à intérêt revient à donner un prix au temps, lequel n'est la propriété que de Dieu. Aristote condamnait déjà le prêt à intérêt comme relevant de la mauvaise chrématistique, c'est-à-dire d'une forme d'économie détournée de sa vocation initiale, qui serait la poursuite du bonheur par la satisfaction de besoins, pour tomber dans une forme d'économie pathologique où l'accumulation de moyens devient une fin en soi, une « faim » qui ne serait jamais assouvie.

Plus tard, l'essor économique connu dans certaines régions européennes (Ligue hanséatique et Flandres, Florence...) entre le Xe et le XIIIe siècle donne à voir un développement particulier où l'extension du commerce commence à requérir des aménagements financiers importants, que ce soit pour le préfinancement des opérations commerciales, les paiements, ou les systèmes d'assurance. Le développement de ce que Braudel (1985) appelle un « capitalisme commercial » va donc de pair avec les premières institutions financières. La prospérité « saute » d'une région à l'autre : de Venise à Anvers, puis d'Anvers à Gênes, puis de Gênes à Amsterdam, puis d'Amsterdam à Londres... Ces périodes d'abondance seront cependant interrompues et ne résisteront ni aux guerres ni aux épidémies.

Selon Braudel, le capitalisme prend réellement son envol dans les sociétés occidentales, grâce au rôle particulier joué par la bourgeoisie urbaine. À la société féodale et à son organisation autour d'une aristocratie seigneuriale, le capitalisme substitue une société où la bourgeoisie a fini par conquérir une place centrale, à force de « parasiter » et d'affaiblir la classe dominante grâce à la finance et à l'usure. La propriété de l'argent, et les intérêts qu'elle génère, a finalement progressivement grignoté les propriétés foncières de l'aristocratie.

Cette explication, en termes de structures sociales, de l'émergence du capitalisme par éreintement des privilèges seigneuriaux, s'oppose à une autre explication, non exclusive de la première, axée cette fois sur l'histoire des religions. Dans le premier cas, l'explication de l'émergence du capitalisme est fondée sur le dégagement de l'économie d'une structure sociale (aristocratie), dans le second cas, l'économie s'extirpe de la morale religieuse.

Si Sombart (1902) impute aux Juifs et aux Lombards l'émergence du capitalisme moderne, c'est surtout grâce à l'abandon du catholicisme par l'Europe de la Réforme à partir du XVI<sup>e</sup> siècle (Weber, 1905), et à l'exportation de ce puritanisme dans le Nouveau Monde américain que l'essor du capitalisme moderne est rendu possible. Le déclin de l'emprise de la morale catholique, allié à la plus grande tolérance protestante pour les affaires d'argent, conduit à libérer les activités économiques de la sphère religieuse. Le profit n'est plus moralement condamnable, et pour certains, il peut même devenir signe de leur élection divine.

À la faveur des différentes Révolutions industrielles, amorcées au Royaume-Uni au début du XVIII<sup>e</sup> siècle, un « capitalisme industriel » se développe (Bairoch, 1997). La division du travail s'accélère et, avec elle, la rationalité économique se répand au sein de toutes les sphères de l'activité humaine : travail, terre et monnaie sont désormais traités comme des -marchandises, gérés par des marchés plutôt qu'ordonnés par des considérations sociales. Pour Polanyi (1944), c'est le résultat du processus de « désencastrement » de l'économie entamé au XVe siècle : l'économie, en tant que pratique et -discipline instituées, a réussi à s'autonomiser des autorités politiques, religieuses, ou traditionnelles, pour n'obéir qu'au « Marché autorégulateur ». Depuis au moins Adam Smith (1776), de nombreux économistes font confiance au rôle régulateur du marché, et notamment à sa capacité à corriger automatiquement les excès pour ramener systématiquement l'économie à l'équilibre.

Cependant, aucune société n'est capable de rester durablement sous la seule coupe du marché. De fait, l'histoire du XIX<sup>e</sup> siècle à nos jours peut se lire comme une succession de mouvements de balancier entre des périodes où la société est dominée par le marché, et plus précisément la finance, et des périodes où un retour du politique remet provisoirement à sa place l'ordre économique et financier. À partir du XIX<sup>e</sup> siècle jusqu'à nos jours, les différents types de capitalismes peuvent s'analyser au regard de relations spécifiques finance-entreprise, à voir comme autant d'accouplements plus ou moins régulés par la puissance publique.

### *Le capitalisme industriel du XIX<sup>e</sup> siècle (1776-1873) : des entrepreneurs soucieux de perpétuer leur empire*

Le capitalisme du XIX<sup>e</sup> siècle se comprend comme un capitalisme entrepreneurial au sein duquel les firmes sont gouvernées par de riches individus dont Cornelius Vanderbilt (chemin de fer), Andrew Carnegie (acier) et John Rockefeller (pétrole) sont les meilleurs exemples. L'époque est à la modernisation des villes et à la révolution des transports grâce à la conjugaison de l'énergie de la vapeur et du charbon. La gouvernance de ces entreprises s'effectue dans une logique de perpétuation et d'extension de l'empire familial, et non dans une -perspective de maximisation du profit. Ainsi, Keynes (1936, [2005, p. 165]) écrit :

« Autrefois, lorsque les entreprises appartenaient pour la plupart à ceux qui les avaient créées ou à leurs amis et associés, l'investissement dépendait d'un recrutement suffisant d'individus de tempérament sanguin et -d'esprit constructif qui s'embarquaient dans les affaires pour occuper leur -existence sans chercher réellement à s'appuyer sur un calcul précis de profit escompté. »

Dans ce système, l'hostilité aux financements externes provient de cette volonté de conserver le pouvoir dans les mains des proches, sans le diluer à l'extérieur de la famille. Mais il peut s'avérer indispensable de recourir à des financements externes en cas de projets d'envergure. Ces quelques sociétés trouvent alors une source de finance-ment dans le développement des bourses de valeurs, à Londres, Paris, Lyon et New York. Aux -États-Unis, les banques d'investissement, qui financent les firmes en souscrivant à leurs émissions de titres financiers, vont donc également se développer au cours du XIX<sup>e</sup> siècle.

On peut même parler de capitalisme et de compromis victorien pour désigner cette période. L'expression renvoie au règne de la reine Victoria (1819-1901) qui commença dès 1837. Sous ce règne, l'Empire britannique a été profondément modifié à l'intérieur mais aussi à l'extérieur des frontières. Le capitalisme victorien définit un capitalisme de grands industriels et de grandes masses populaires. C'est un capitalisme de classe où les capitalistes sont engagés dans la production avec la construction d'empires économiques (les profits sont réinvestis), et où les salariés ne sont pas encore suffisamment riches pour épargner. La stabilité sociale est assurée par ce compromis paradoxal : la classe dirigeante est libre de s'enrichir, si elle ne profite pas individuellement de son enrichissement, c'est-à-dire si elle réinvestit ses gains dans la production, si elle ne se complaît pas dans une consommation ostentatoire. Keynes (1919, [1920, p. 18-19, notre traduction]) décrit longuement ce compromis :

« L'Europe était socialement et économiquement organisée de manière à assurer l'accumulation maximale du capital. [...] D'une part, les classes laborieuses acceptaient une situation où elles ne pouvaient prétendre qu'à une très petite part du gâteau qu'elles, la nature et les capitalistes avaient travaillé ensemble à produire. [...] Et d'autre part, les classes capitalistes étaient autorisées à prétendre au meilleur morceau du gâteau et libres, théoriquement, de le consommer. Mais, en pratique, une convention tacite leur en faisait consommer fort peu. »

À l'autre bout de la pyramide sociale, les conditions de vie ouvrière s'améliorent peu ou pas. On assiste davantage à une extension de la classe ouvrière qu'à une amélioration de son quotidien. Le mouvement de généralisation de la condition ouvrière aux masses populaires venues des campagnes épuise des ressources qui auraient permis d'améliorer le sort des ouvriers. Pendant tout le XIXe siècle, les rémunérations des ouvriers ne décolleront pas du salaire de subsistance, ne leur permettant pas de dégager des ressources pour l'épargne (achat de logement ou autre). L'expression de capitalisme victorien désigne donc cette société qui s'étend plus horizontalement qu'elle ne s'enrichit verticalement. L'intervention de l'État est strictement limitée aux fonctions régaliennes, libre marché oblige.

Ce type de capitalisme se situe grosso modo entre l'avènement de la Révolution industrielle, symboliquement associé à 1776, pour deux raisons (sortie de l'ouvrage d'Adam Smith et déclaration d'indépendance des États-Unis), et le déclenchement de la Longue Dépression (1873-1890) suite au krach financier de Vienne. Ce dernier résulte d'une folle spéculation foncière liée à la tenue de l'exposition universelle dans la capitale autrichienne. Si on prend le cas français, c'est à l'issue de cette crise financière que les premières avancées sont concédées aux travailleurs, avec la reconnaissance des syndicats, du droit de grève, de la presse libre ou de l'école obligatoire. Sur le plan du commerce international, après la courte parenthèse du libre-échange du traité Cobden-Chevalier de 1860, l'Europe reprend le chemin du protectionnisme dès les années 1880. Là aussi, la crise financière est l'occasion d'une certaine reprise en main de l'économie par les puissances publiques.

### *Le capitalisme de banquiers des débuts du XXe siècle (1890-1929) : financier jusqu'à l'excès*

La modernisation industrielle est intense. L'encastrement dérivant des vertus familiales se dilue. Le laissez-faire politique permet à l'économie de dominer la société et à la finance de dominer l'économie. Ce capitalisme des débuts du XXe siècle peut être assimilé à un capitalisme financier ou de banquiers. L'excès suivra.

Les banques d'investissement sont alors au centre des grandes combinaisons industrielles qui s'opèrent aux États-Unis (*trusts*, fusions et acquisitions). De célèbres couples de financiers et

capitaines d'industries apparaissent tels Rockefeller et son allié financier James Stillman ou bien J.P. Morgan et son allié industriel Georges Baker (Mizruchi, 1992). Par leurs montages financiers, qui requièrent l'épargne et les dépôts du public, ces « barons voleurs », selon l'expression de l'époque, vont contribuer au développement des marchés financiers. Leurs succès, et leurs échecs qui laissent la place libre, vont susciter une vive concurrence dans le monde de la finance à partir des années vingt. À mesure que les marchés financiers se développent, la spéculation s'amplifie, et avec elle, les décisions d'investissement des firmes sont de plus en plus « gouvernées moins par les prévisions véritables des entrepreneurs de profession que par la prévision moyenne des personnes qui opèrent sur le *Stock Exchange*, telle qu'elle est exprimée par le cours des actions » (Keynes, 1936, [2005, p. 167]). Les marchés financiers ayant réussi à pénétrer la gouvernance des firmes, les décisions n'étaient plus prises dans la perspective de réussir des projets d'entreprise. Le curseur dans les relations de pouvoir entre entrepreneur et financier s'était déplacé du côté du financier. De ce fait, l'entreprise n'était plus qu'une « bulle d'air dans le tourbillon spéculatif » (Keynes, 1936, [2005, p. 173]). Le compromis victorien est rompu : les profits ne sont plus réinvestis pour l'investissement et l'emploi des masses, mais distribués sous la forme de dividendes. Ils servent donc à la consommation d'une élite financière. Désormais, on a affaire à une consommation individuelle des fortunes ; auparavant, cette richesse était consacrée à la collectivité en permettant l'accroissement de la production. Dorénavant, les plus riches rivalisent dans la consommation ostentatoire. On veut étaler sa réussite financière. Des soirées huppées permettent de comparer les sommets atteints. La richesse se concentre entre les mains de cette classe de privilégiés qui se regroupent dans les beaux quartiers de New York ou de Paris, ou dans des régions de villégiature pour les week-ends ou les vacances (Hamptons aux États-Unis, Côte d'Azur en France). Thorstein Veblen (1857-1929), économiste et sociologue américain d'origine norvégienne, est celui qui a le mieux analysé cette compétition dans le « paraître ». On passe d'une société où la consommation doit satisfaire des besoins, qui sont par essence limités (nourriture), à une société où la consommation doit satisfaire des désirs qui sont, eux, illimités. Les désirs sont alimentés de deux manières différentes. D'une part, la consommation des plus riches sert de modèle pour les personnes plus modestes : les premières classes moyennes essaient de copier les habitudes des plus riches. D'autre part, le marketing et la publicité commencent à fabriquer des désirs.

Un capitalisme très inégalitaire prospère : les 10 % les plus riches des ménages américains s'approprient 45 % de la richesse nationale dans les années vingt ; le pourcentage est le même en France. Les inégalités sont renforcées par ce qui semble être un miracle financier. Les plus aisés investissent massivement dans les actions de différentes entreprises sur les marchés financiers, et ils en retirent d'importants dividendes (lesquels représentent jusqu'à 8 % du revenu moyen des Américains). En effet, à l'inverse du compromis victorien du XIXe siècle, les profits réalisés par les entreprises ne sont plus réinvestis dans la production mais distribués aux actionnaires. Une telle distribution va attirer davantage d'investisseurs sur les marchés boursiers pour toucher eux aussi ces dividendes. Entre 1919 et 1929, les cours de Bourse sur le marché américain ont été multipliés par 50 en moyenne, soit une hausse annuelle de plus de 50 % (indice Dow Jones). La croissance des bourses est cependant progressive, et c'est surtout en 1928 et en 1929 que les cours explosent à la hausse. De nombreux Américains pensent pouvoir s'enrichir rapidement ; ne se fixant aucune limite, ils spéculent sur les marchés financiers. Depuis 1926 à Wall Street, on peut acheter des titres à crédit, c'est-à-dire qu'on peut acheter des titres sans en avoir les moyens, et compter sur l'appréciation des cours pour rembourser le crédit et faire du profit. Pour que ça marche, il faut bénéficier d'un effet de levier, c'est-à-dire qu'il faut que le taux d'intérêt que vous payez sur le crédit soit inférieur au taux de croissance du cours des titres que vous achetez. Quand les bourses traversent une phase d'euphorie, cette condition est très largement satisfaite et on peut s'enrichir très vite en

partant de rien : même ceux qui n'ont pas de capitaux à placer le peuvent grâce au crédit.

Le mécanisme va cependant brutalement -s'interrompre à l'automne 1929. Quelques signes avant-coureurs suggèrent que la production industrielle ralentit dans les premiers mois de 1929 : en effet, il n'y a plus d'argent pour investir dans la production industrielle, tous les capitaux étant destinés à la spéculation sur les marchés financiers. De plus, des tensions commencent à apparaître sur les taux d'intérêt qui augmentent. Comme souvent dans les affaires financières, le retournement des cours va être brutal : le jeudi 24 octobre 1929, les cours plongent en séance de plus de 20 % avant que les banques ne décident d'intervenir pour essayer d'inverser la tendance et permettre à l'indice de clôturer en baisse modérée. Mais la pression baissière est trop forte, le lundi 28 et le mardi 29 octobre, les cours perdent plus de 12 % à chaque fois. En un mois, les cours dévissent de plus de 40 %. L'achat de titres à crédit, aubaine en période de hausse boursière, se retourne contre les spéculateurs, qui s'endettent pour acheter quelque chose qui ne vaut plus rien : leur patrimoine ne rapporte rien et leur dette reste bien présente.

### *Le capitalisme managérial des Trente Glorieuses (1945-1973) : l'État régule, les managers misent sur le long terme*

Au plus fort de la crise, les économistes orthodoxes<sup>4</sup> affirment que l'économie va retrouver l'équilibre, les marchés étant autorégulateurs ; ils conseillent -d'attendre simplement que l'ajustement se produise. Ces économistes ont foi dans les forces du marché et croient aux vertus de la concurrence et de la flexibilité. Si en pratique, un déséquilibre se produit, c'est que les marchés sont incomplets. Quel que soit alors le problème, un supplément de mécanisme marchand est la solution. Dans les années 1930, on a beau attendre, l'économie ne retrouve pas l'équilibre et le chômage de masse perdure. C'est dans ce contexte que John Maynard Keynes renouvelle la pensée économique. Selon lui, les marchés laissés à eux-mêmes ne s'ajustent pas d'eux-mêmes et une intervention publique est nécessaire pour rétablir l'équilibre. Son combat théorique se prolonge en pratique, puisque ses idées influencent les politiques mises en place, notamment aux États-Unis avec le New Deal de Franklin Delano Roosevelt à partir de 1933.

Après le krach de 1929 et la Grande Dépression, l'économie a donc connu une période de -régulation au cours de laquelle des idées keynésiennes sont mises en pratique. Il en a résulté un nouveau type de -capitalisme, que l'on peut appeler capitalisme managérial, où la finance a été recloisonnée, régulée afin d'éviter qu'elle ne compromette, par la spéculation et les vues court-termistes, la régularité de l'accumulation du capital productif, car comme le dit Keynes (1936, [2005, p. 173]) :

« Lorsque dans un pays le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir en des conditions défectueuses. »

Cette phase du capitalisme est donc celle d'un -ré-encastrement de la finance, d'un retour du politique sur l'économie.

Pour l'entreprise, ces années furent à nouveau celles d'entrepreneurs qui s'inscrivaient dans une perspective de long terme. À la différence du capitalisme du XIXe siècle, les entrepreneurs qui menaient les projets d'entreprise n'étaient plus les propriétaires des firmes, mais il s'agissait de managers bénéficiant d'une délégation de pouvoir des propriétaires effectifs des firmes (famille ou actionnaires dispersés). Si Keynes n'a pas connu de son vivant ce type de capitalisme, il en notait cependant les prémices dans *La fin du Laissez-faire* dès 1924, soit bien avant que cette découverte ne soit -attribuée à Berle et Means (1932) :

« L'une des évolutions les plus intéressantes et les moins remarquées des dernières décennies a été la tendance qu'a la grande entreprise à se socialiser d'elle-même. Au cours de sa croissance, une grande entreprise [...] arrive à un point où les détenteurs du capital, c'est-à-dire les -actionnaires, sont presque entièrement dissociés de la direction, si bien que l'intérêt personnel immédiat qu'a celle-ci à réaliser de gros profits devient tout à fait secondaire. Quand ce stade est atteint, la stabilité et la réputation de l'institution comptent plus pour la direction que le versement d'un profit maximal aux actionnaires. » (Keynes, 1924, [2002, p. 80])

Ce sont surtout les héritiers post-keynésiens, comme John Kenneth Galbraith, qui ont particulièrement étudié les institutions spécifiques de cette époque. Cette ère du capitalisme a produit l'une des phases de croissance les plus fortes et les plus stables de l'histoire : on parle de l'Âge d'Or du capitalisme dans la tradition anglo-saxonne ou des Trente Glorieuses dans la tradition française. *La théorie de la régulation*, avec Michel Aglietta et Robert Boyer notamment, a aussi cherché à analyser les vertus et limites de ce régime.

Une des raisons qui expliquent la prospérité économique de cette période réside dans le ré-encastrement qu'a subi la finance après la Seconde Guerre mondiale. Au cours de ces années, les acteurs majeurs de la finance sont alors les banques centrales et les banques commerciales : la finance est désormais très encadrée. Les banques centrales peuvent mener librement des politiques monétaires et maîtriser la régulation du crédit dont les banques commerciales se font le relais. Les banques d'investissement ont perdu leurs capacités de nuisance aux États-Unis en raison de l'interdiction qui leur est faite depuis le Glass Steagall Act de 1933 de spéculer avec l'argent des déposants. Les conditions financières stabilisées se conjuguent avec un compromis -capital-travail plus favorable aux salariés, rendu possible par une coalition travailleurs-managers *versus* actionnaires. L'ensemble va largement contribuer au développement des entreprises. Les excès de la finance dans les années 1920 ont conduit au krach financier de 1929, lequel requiert dans les années 1930 une remise au pas de la finance, laquelle contribue à la croissance économique des Trente Glorieuses... avant que la finance ne soit à nouveau dérégulée dès les années 1970-80, avec le retour en force des économistes orthodoxes, partisans du tout marché.

L'hypothèse d'instabilité financière de Minsky est ici adaptée en histoire longue<sup>5</sup> : initialement, le capitalisme a besoin de la finance pour croître ; en période de tranquillité, la finance est progressivement « libérée » de l'économie réelle ; puis, cette finance nourrit une croissance du capitalisme, devenue instable et spéculative, lors de la phase ascendante du cycle de la finance ; finalement, la place excessive *laissée à et conquise par* la finance entraîne le capitalisme dans une crise profonde, nécessitant une nouvelle remise au pas de la sphère financière ; une fois la finance contenue, le capitalisme retrouve une croissance plus solide, avant que l'oubli historique et la force des intérêts ne rouvrent la porte à une finance déstabilisatrice. Ainsi, Laurent Cordonnier (2011) raconte cette anecdote reprise de J.E. Stiglitz (2010) :

« J.K. Galbraith aurait eu à répondre un jour à la -question suivante : “*Quand aura lieu selon vous la prochaine grande dépression ?*”, et il aurait répondu : “*Quinze ans après le premier Président né après la Grande Dépression.*” Ce premier Président né après la Grande Dépression, c'était Bill Clinton. Né en 1946, Bill Clinton accède au pouvoir en 1993. La chute de Lehman Brothers intervient en septembre 2008. Soit exactement quinze ans après son accession au pouvoir. »

Cette anecdote souligne l'importance de la mémoire humaine dans la place laissée à la finance : une génération qui a subi les conséquences d'une crise financière grave gardera des traces de cet épisode traumatisant, et elle acceptera difficilement de rouvrir la voie à une

finance dérégulée. Il fallait donc que la génération ayant connu la Grande Dépression quitte la scène politique pour que l'oubli des conséquences des excès des années vingt puisse permettre de déréguler à nouveau la finance. Bill Clinton sera en effet celui qui, par le Gramm-Leach-Bliley Act de 1999, aura fait sauter les barrières entre la banque commerciale et la banque d'investissement. Cette séparation des activités de dépôt et d'investissement, pour ne pas dire de spéculation, avait été introduite par le Glass-Steagall Act de 1933 et contribua à assurer la stabilité du système financier américain de l'après-Seconde Guerre mondiale. Cet encadrement fut progressivement démantelé après 1970 pour subir sa transformation la plus significative en 1999 avec le Gramm-Leach-Bliley Act.

### *Le capitalisme financiarisé à partir des années quatre-vingt*

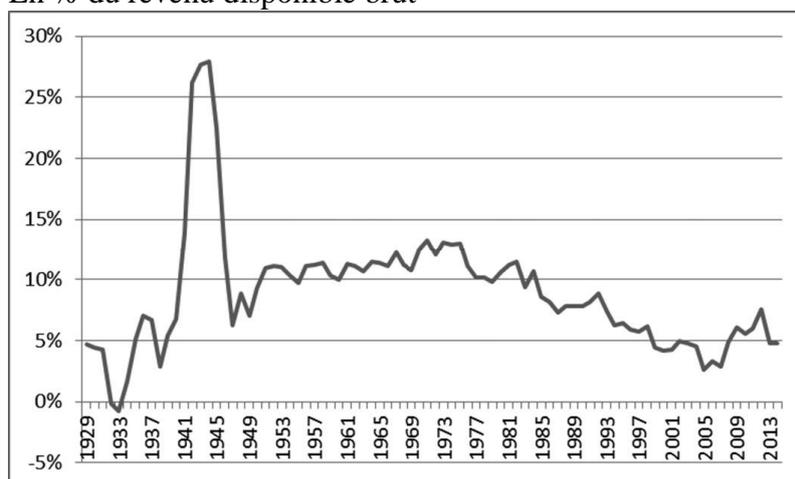
Depuis les 40 dernières années, la finance libérée a re-déplacé le curseur du pouvoir, des entreprises vers les marchés financiers et les institutions financières. À nouveau, la finance a quitté son lit pour inonder de son influence l'économie réelle. Sa quête de liquidité et son court-termisme ont asséché les perspectives d'investissement ; les offres d'emploi ont déserté le marché du travail. Face à ce nouvel épisode de désencastrement, les pouvoirs publics ont été plus que négligents : ils ont souvent accompagné le mouvement en se fiant au discours des économistes orthodoxes -favorables au « laissez faire ».

Le capitalisme financiarisé s'est appuyé sur le développement de nouveaux acteurs. Au cœur de cette dynamique, les investisseurs institutionnels (dits zinzins) dont les ressources n'ont cessé d'être alimentées par l'épargne notamment des futurs retraités -américains, placée dans des fonds de pension ; leur système de retraite faisant une plus large place à la capitalisation au détriment de la répartition. Cette période est qualifiée de capitalisme de *money-managers* (Minsky, 1990) : les gestionnaires d'actifs placent l'épargne des fonds de pension sur les marchés financiers, avec un souci constant de liquidité, les poussant souvent à refuser les engagements dans la durée et à privilégier les placements rentables à court terme. Aux États-Unis, les marchés financiers sont désormais la principale source de financement par dette des firmes. En Europe, les entreprises obtiennent encore la majorité de leur financement externe en s'endettant auprès des banques. L'épargne des ménages a, quant à elle, alimenté non seulement les fonds de pension dans les pays où ils existent mais surtout les compagnies d'assurances à travers des produits d'assurance vie (en France et en Allemagne, par exemple). En Europe et aux États-Unis, fonds de pension et assureurs sont donc devenus d'importants actionnaires des entreprises. Avec le capitalisme financiarisé se substitue une logique court-termiste, orientée vers le profit financier, au détriment des logiques d'entreprise soucieuses d'investissement et de long terme, à la manière du capitalisme financier dénoncé par Keynes au début du XXe siècle.

De fait, le parallèle est extrêmement frappant entre le capitalisme financier de la fin des années vingt et le capitalisme financiarisé actuel. Aux États-Unis, plusieurs indicateurs permettent de faire le rapprochement : faibles taux d'épargne, poids élevés des dividendes et fortes inégalités caractérisent les deux périodes.<sup>6</sup> Premièrement, les taux d'épargne des ménages américains sont très bas avant le déclenchement de la crise de 1929 et ils le sont aussi avant celle de 2008 (Figure 3). Ces mêmes niveaux s'expliquent de deux manières : d'une part, c'est le fruit d'une confiance forte dans l'avenir qui dispense de mettre de l'argent de côté (faible épargne par préférence), et d'autre part, c'est la conséquence d'une compression des revenus (faible épargne par contrainte). Derrière la faiblesse du taux d'épargne, il y a surtout le poids important de l'endettement des ménages. À mesure que le taux d'épargne faiblit, le taux d'endettement augmente, amenant à une situation de forte fragilité financière des ménages américains à la veille des crises de 1929 et 2008. Deuxièmement, l'évolution de la part des dividendes dans le revenu des ménages américains

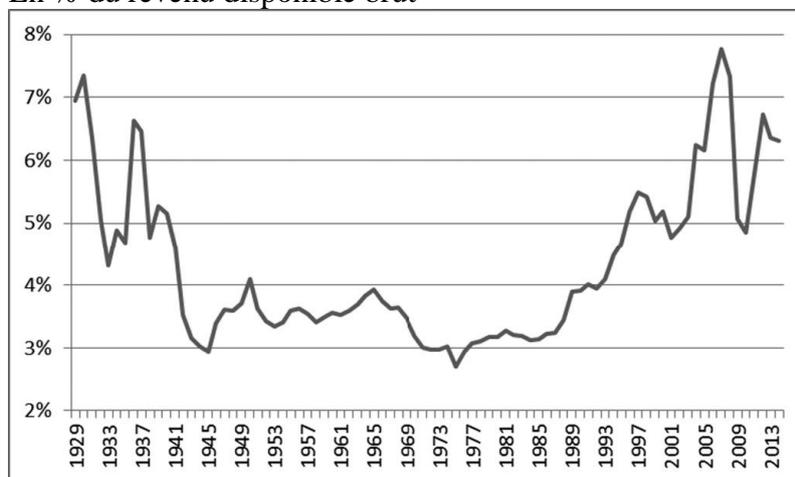
permet également de rapprocher le capitalisme financier des années vingt et le capitalisme financiarisé actuel (Figure 4). Jusqu'à la veille des années trente, cette part était très importante, ce qui témoigne du poids des marchés financiers. Puis elle a été réduite et stabilisée à des niveaux relativement faibles durant le capitalisme managérial, avant de connaître à nouveau une forte croissance liée à la libéralisation financière des années 80. Troisièmement, l'évolution des inégalités de revenu pourrait quasiment être superposée à l'évolution de la part des dividendes dans le revenu des ménages (Figure 5). Durant les années vingt, les inégalités sont extrêmement prononcées. Mais suite à la Grande -Dépression et à l'émergence de l'État Providence, elles sont réduites et stabilisées à des niveaux bien inférieurs. La libéralisation financière des années 80 conduit là encore à un accroissement brutal des inégalités, ces dernières ont retrouvé des niveaux comparables à ceux des années vingt. Quand on rapporte la rémunération d'un PDG à celle d'un de ses travailleurs, une étude récente (Mishel et Davis, 2014) conclut que nous serions passés aux États-Unis d'un écart de 1 à 20 dans les années 1960 à un écart de 1 à près de 300 en 2013. Cette formidable augmentation des inégalités de rémunération est liée à la fois aux salaires, bonus, stock-options et autres dividendes accrus qui ont été versés aux dirigeants pour aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires.

*Figure 3 : Taux d'épargne des ménages américains, 1929-2014*  
En % du revenu disponible brut



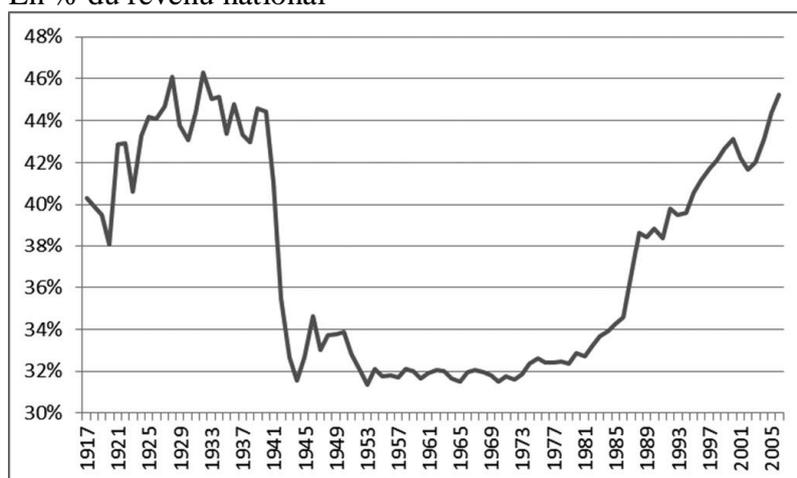
Source : Bureau of Economic Analysis, table 2.1.

*Figure 4 : Dividendes reçus par les ménages américains, 1929-2014*  
En % du revenu disponible brut



Source : Bureau of Economic Analysis, table 2.1.

Figure 5 : Revenu des 10 % les plus riches aux États-Unis, 1917-2006  
En % du revenu national



Source : Piketty et Saez (2006).

Tout parallèle historique a cependant ses limites. Alors que la crise des années trente avait donné naissance dans l'après-guerre au régime fordiste avec un État Providence fort et un système financier encadré, la finance est aujourd'hui loin d'être désarmée. Malgré la crise ouverte en 2008, elle a même plutôt eu tendance à confirmer son emprise sur le politique : il suffit de voir les expériences de gouvernements « technocratiques » en Grèce (Lucas Papademos) ou en Italie (Mario Monti), ou l'arrivée à la tête de la BCE de Mario Draghi, tous issus de la banque d'investissement américaine Goldman Sachs<sup>7</sup>... ou encore de noter l'étranglement politique du gouvernement Syriza par les créanciers de l'État grec, et plus particulièrement par la BCE depuis janvier 2015. Loin d'être remise à sa place, la finance continue d'imposer ses vues, y compris à des gouvernements démocratiquement élus.

Entre les années trente et aujourd'hui, beaucoup d'éléments ont changé. La financiarisation actuelle s'opère à une échelle bien plus grande que celle des années vingt. La mondialisation est passée par là et embarque avec elle de nouvelles populations dans les tourments financiers, la Chine n'étant plus aujourd'hui protégée des excès de la finance. L'économie mondiale avait pu compter dans les années trente sur un redémarrage permis à la fois par les impératifs de la Seconde Guerre mondiale et la -généralisation d'un nouveau mode de vie dans l'après-guerre. Aujourd'hui, on distingue mal les secteurs d'avenir qui pourraient favoriser une reprise économique. L'impératif écologique est sur toutes les lèvres, mais il peine à se concrétiser en investissements qui marqueraient l'époque. Le divorce actuel entre entreprises et finance paraît donc plus grave que lors de l'épisode précédent des années vingt. Certes, sur le plan politique, la compétence des autorités économiques a, semble-t-il, évité que la crise financière puis économique ne dégénère en Grande Dépression. Si les politiques monétaires ont permis d'éviter l'effondrement complet du système économique au moment du krach financier de 2007, les politiques budgétaires ne semblent pas avoir beaucoup appris, puisque dès 2010, l'impulsion budgétaire s'est retrouvée être très fortement négative, notamment en Europe, au point que la zone euro glisse désormais lentement vers la stagnation et la déflation, avec un risque que l'austérité européenne ne favorise l'accession au pouvoir de partis fascistes de la même manière que la politique de rigueur du -Chancelier Brüning avait ouvert les portes du pouvoir au parti nazi...

### 3. Se repérer dans les institutions financières

On l'a vu, au cours de l'histoire, le pouvoir n'a pas toujours été du même côté dans les relations entreprises-finance. Le rôle de l'État est normalement de peser dans ces relations pour remettre la finance à sa place. Cependant, l'État manque régulièrement à ses devoirs en laissant trop de libertés à la finance. Au cours du XXe siècle, dans les rapports de pouvoir entreprises-finance, tantôt le balancier penchait du côté de l'entreprise, avec une finance régulée et des investissements dynamiques, par exemple, durant les Trente Glorieuses ; tantôt le balancier penchait de l'autre côté, avec une finance désencastrée limitant les perspectives d'investissement, comme dans les années vingt. On parle souvent du retour de l'actionnaire ou de la revanche des rentiers pour caractériser les trente dernières années de capitalisme financiarisé, mais ces expressions ne nous disent rien de l'identité de l'actionnaire. Qui est donc l'actionnaire qui serait de retour ? Est-ce la figure du petit porteur, de l'actionnaire individuel, ou bien des actionnaires de contrôle comme les grandes familles ? Derrière le retour de l'actionnaire, il s'agit en réalité de l'affirmation des investisseurs institutionnels.

#### *La montée des intermédiaires financiers*

À partir des années 1980, les nouveaux investisseurs ont changé les règles de l'intermédiation financière en modifiant le mode de financement des économies : souvent, il est dit que nous serions passés d'un financement indirect (économie d'endettement) à un financement direct (économie de marchés financiers). Toutefois, cette distinction binaire n'est pas satisfaisante. Alors que le rôle traditionnel des banques est de transformer des actifs courts (dépôts à vue) en emplois longs (emprunts bancaires), cette intermédiation bancaire traditionnelle s'est progressivement enrichie d'une nouvelle intermédiation, appelée intermédiation *de marché* : la banque émet des actifs financiers qui sont souscrits par les épargnants, et elle achète des actifs émis par les entreprises et les États. La grande différence entre l'intermédiation traditionnelle et l'intermédiation de marché est que maintenant, tout est sur le marché : quand une banque faisait un crédit à une entreprise, le crédit représentait un actif non négociable, au sens où il n'était pas destiné à être revendu. Désormais, quand une banque achète une action émise par une entreprise sur le marché primaire, l'action représente un actif négociable, c'est-à-dire que la banque peut décider de revendre à tout moment cet actif. Du côté des ressources bancaires, le marché devient également la règle : plutôt que de compter sur les dépôts d'épargne de sa clientèle, plus ou moins captifs, la banque doit dorénavant aller chercher ses ressources sur les marchés financiers, en convainquant des acteurs, financiers ou non, de souscrire à ses émissions de titres.

À titre d'illustration, entre 1979 à 1999, on observe, au passif du bilan bancaire<sup>8</sup>, une baisse des dépôts bancaires européens rapportés au total du bilan des banques commerciales de 36 % à 27 % et une augmentation des obligations émises par les banques de 6 % à 18 %. À l'actif, on constate un effet de ciseaux comparable : les crédits bancaires rapportés au total du bilan sont passés de 40 % à 34 % tandis que la part des valeurs mobilières est passée de 7 % à 21 % (Capelle-Blancard *et al.*, 2003). D'autres études corroborent cette tendance et montrent qu'au final, la contribution des intermédiaires financiers au financement de l'économie n'a pas décliné avec l'essor des financements de marché en Europe. Elle a juste changé de forme. La part des financements intermédiés dans le financement externe des entreprises est restée relativement stable au cours des années 1994-2001, voire elle a progressé dans certains pays européens. Le développement des marchés de capitaux n'a donc pas radicalement changé les modalités de financements des agents non financiers pris dans leur ensemble. Si l'État se finance de plus en plus par émission de titres sur les marchés monétaire et financier, ces titres demeurent cependant massivement souscrits par les intermédiaires financiers et les banques en particulier. Il en va de même des titres émis par les sociétés non financières. Les banques

interviennent sur ces marchés, soit pour leur propre compte (détention directe de titres) soit pour le compte de tiers ou en tant que « teneurs de marché » (acquisition et cession de titres sur le marché). On parle de « marchandisation » du bilan bancaire.

Pourquoi les banques se sont-elles lancées dans cette aventure de marché ? Une première réponse institutionnelle est toute simple : parce qu'elles le peuvent. La réglementation financière a levé de nombreuses interdictions à partir des années 1980. On a décloisonné à tout-va pour permettre aux institutions financières d'exercer l'ensemble des activités financières, là où précédemment on compartimentait sévèrement les acteurs à des activités précises. De nouveaux acteurs (fonds d'investissement) sont apparus, et les banques qui étaient mises en concurrence avec ces nouveaux venus ont donc dû s'adapter en proposant les mêmes produits orientés davantage vers les marchés. Ont alors fleuri des filiales de gestion d'actifs pour compte de tiers, mais aussi des produits d'assurance vendus par les banques. Plutôt qu'une séparation des activités banque de dépôt/banque d'investissement, c'est donc le modèle d'une banque universelle qui s'impose. Paradoxalement, la financiarisation qui devait promouvoir un financement direct entre prêteurs et emprunteurs a surtout multiplié les intermédiaires.

Comment justifier sur le plan de la théorie économique la multiplication de ces métiers ? Pour les économistes orthodoxes, la raison d'être de ces intermédiaires est à chercher du côté de l'imperfection et de l'incomplétude des marchés. Dans un univers conforme aux hypothèses de la concurrence pure et parfaite, ces intermédiaires ne seraient pas nécessaires, les prêteurs trouvant toujours des placements qui leur conviendraient en termes d'échéance, de rendement, de liquidité, de risque... symétriquement, les emprunteurs trouvant toujours preneurs pour financer leurs projets par émissions d'actifs. Mais malgré les incessantes tentatives de libéralisation, notre monde reste imparfait. Dès lors, les intermédiaires financiers joueraient un rôle positif : grâce à leur expertise, ils ont appris à sélectionner finement les emprunteurs, en étant mieux armés qu'un individu quelconque pour décortiquer les rapports d'activité des entreprises emprunteuses ; grâce à leur taille, ils peuvent mieux répartir les risques, en plaçant leurs œufs (épargne collectée) dans plusieurs paniers (différents secteurs). Au bout du compte, grâce au volume d'épargne qu'ils drainent, ils seraient en mesure de faire baisser le coût unitaire d'intermédiation.

En réalité, les banques ont aujourd'hui acquis de véritables positions dominantes sur l'ensemble des marchés financiers (Morin, 2015). Les 28 plus grandes d'entre elles ont atteint un tel poids qu'elles déterminent à travers le monde le niveau des taux d'intérêt et des taux de change. Qui plus est, les récents procès et amendes payées par ces banques prouvent qu'elles se sont entendues entre elles pour fixer ces deux taux fondamentaux. La puissance financière acquise par ces mastodontes leur a évidemment permis de développer des filiales de gestion d'actifs très importantes. À leurs côtés, quelques investisseurs non affiliés à des groupes bancaires se sont néanmoins développés et atteignent des poids très similaires à ceux des plus grandes banques, par exemple, Fidelity et Vanguard Group, deux investisseurs américains.

### *Le maquis des intermédiaires financiers*

Pour se repérer dans la jungle de tous ces inter-médiaires financiers, plusieurs modes de classement sont possibles : on peut regrouper les acteurs par institution ou par métier. Si on range par institution, on doit distinguer les intermédiaires financiers monétaires (IFM) des non-monétaires (IFNM). Du côté des IFM, on -trouverait principalement les banques, quand du côté des IFNM se regrouperaient les compagnies d'assurances, les fonds de pension, les organismes de placements collectifs... Les IFM et les IFNM font tous deux les métiers de collecte d'épargne et d'octroi de financement. Mais le « petit plus » essentiel des IFM est que non seulement ils collectent des dépôts et gèrent les moyens de paiement, mais surtout ils sont

en mesure de créer de la monnaie sans épargne préalable : pour une banque, pas besoin de lever des dépôts avant d'accorder un crédit. Outre cette capacité de création monétaire, on considère souvent que l'opposition entre IFM et IFNM se retrouve au niveau de la composition du bilan de ces institutions : alors que les IFM sont supposées avoir un passif liquide (dépôts d'épargne) et un actif composé de créances non négociables (crédits), les IFNM ont plutôt un passif non liquide (contrat -d'assurance) et un actif s'appuyant sur des titres négociables (actions). Dans cette approche, les banques assureraient un service de fourniture de liquidité quand les IFNM garantiraient un placement à plus ou moins long terme de l'épargne. Parmi les différents IFNM, les investisseurs institutionnels, plus ou moins -affectueusement qualifiés de « zinzins » (-compagnies d'assurances, fonds de pension, organismes de placements collectifs), sont distingués des autres fonds d'investissement (*hedge funds* notamment). La base de cette distinction est réglementaire. Les « autres » fonds d'investissement sont plus récents, et donc moins réglementés que les investisseurs institutionnels.

Toutefois, pour la clarté, nous préférons ranger les intermédiaires financiers par métier. En effet, la financiarisation a brouillé les frontières entre institutions. Comment, par exemple, considérer que le Crédit -Agriculture est encore strictement une simple IFM alors qu'il a développé une activité d'assurance ou une filiale de gestion d'actifs comme Amundi (relevant des IFNM) ? De même, où classer Axa, puisque cette compagnie d'assurances historique a développé une activité de banques (relevant donc des IFM) ou des activités de gestion d'actifs là aussi avec Axa Investment Management ? Ainsi, bien souvent, les banques peuvent être considérées comme des investisseurs institutionnels *via* leurs filiales d'assurance ou de gestion d'actifs.

- Les **banques** interviennent sur l'ensemble des métiers d'intermédiation financière. La *banque de détail* consiste à collecter des dépôts et à distribuer des crédits aux ménages et entreprises. La rémunération de cette activité ressort du différentiel de taux d'intérêt facturé aux emprunteurs et payé aux déposants. La *banque de financement et d'investissement* organise la levée de capitaux pour des grands groupes et des États en jouant le rôle d'intermédiaire de marché entre l'épargne disponible, généralement concentrée dans les mains des IFNM, et les grands emprunteurs sur ces marchés. Ce sont ces banques qui sont à l'origine des innovations financières (produits de financement et de couverture du risque, comme les CDS, CDO et produits dérivés). Chaque transaction permet à ces banques de se rémunérer sous la forme de commissions. L'*asset management* est le troisième métier de la banque qui consiste à gérer des actifs pour le compte de tiers, c'est-à-dire le portefeuille de titres d'investisseurs individuels et institutionnels. Là aussi, la rémunération se fait sous la forme de commissions de gestion (un pourcentage du montant des actifs gérés). La *banque universelle* combine l'ensemble de ces activités au sein d'une même organisation.

- Notre présentation des IFNM commence par les **investisseurs institutionnels**. Ce sont des institutions financières spécialisées, qui gèrent des épargnes collectives, par capitalisation<sup>9</sup>, pour le compte de tiers, avec des objectifs spécifiques : ce sont les fonds de pension, les compagnies d'assurances et les *mutual funds*. Leur engagement envers leurs mandants (des ménages) est inscrit dans un contrat. Par exemple, la contrepartie des primes d'assurance versées à une compagnie -d'assurances est qu'elle -s'engage à indemniser son assuré en cas de sinistre.

– Les **fonds de pension** sont souvent mentionnés comme vecteurs de la financiarisation et de la -mondialisation. On les accuse de tous les maux. Il faut cependant garder à l'esprit que c'est une institution existant essentiellement dans les pays anglo-saxons lesquels ont fait le choix d'un système de retraite par capitalisation. À proprement parler, il n'y a quasiment pas de fonds de pension en France du fait de l'adoption d'un système de retraite par répartition.

Les fonds de pension sont des plans mis en place par les entreprises pour financer les retraites de leurs salariés. Ils sont chargés de collecter les contributions salariales et patronales, de les gérer par capitalisation et de verser des prestations (capital/rente viagère). La nature des engagements contractuels entre employeurs et employés permet de différencier les fonds de pension à prestations définies et à cotisations définies. Dans les premiers, le montant des prestations à verser aux retraités est fixé à l'avance et garanti par l'employeur. Les prestations ne dépendent pas exclusivement des rendements du portefeuille. Dans les seconds, les salariés portent le risque car le montant de leur retraite dépend exclusivement des rendements du portefeuille et le choix de la stratégie de placement incombe aux salariés. Entre ces deux cas polaires existent des fonds hybrides qui allient les caractéristiques de ces deux types de fonds.

– Les **compagnies d'assurances** sont des organismes qui commercialisent des contrats de protection financière contre les conséquences d'événements futurs incertains. Elles collectent l'épargne sous la forme de primes ou de cotisations pour les gérer par capitalisation afin de pouvoir redistribuer sous forme d'indemnités lors de la survenance d'un risque. On distingue les compagnies d'assurance vie (épargne, retraite, décès) qui ont des engagements de long terme et non-vie ou bien IARD (incendie, accidents, risques divers) qui ont des engagements à un an en général, mais renouvelés régulièrement. Au sein des contrats d'assurance vie, le risque peut être porté par l'épargnant ou par l'assureur. L'assurance vie est l'équivalent français des fonds de pension américains : les retraites françaises étant régies sur le mode de la répartition, c'est *via* les assurances vie que la financiarisation française s'exerce.

Les produits offerts par les fonds de pension et les compagnies d'assurances ont comme point commun d'avoir une dimension sociale. Les premiers participent au financement des retraites dans les pays qui ont adopté un système de retraite par capitalisation. Les secondes répondent aux besoins de protection du plus grand nombre en fournissant une assurance aux citoyens contre les aléas de la vie. Parce qu'ils participent à une socialisation des risques dans un contexte d'incertitude, ils peuvent être encouragés par les pouvoirs publics et c'est l'une des raisons pour lesquelles leurs activités sont particulièrement encadrées par la loi : à l'échelle européenne pour les compagnies d'assurances, sous la forme d'une réglementation prudentielle *via* les directives Solvabilité 1 et 2 ; au niveau national pour les fonds de pension, avec une réglementation qui peut changer d'un pays à l'autre.

Cette socialisation des risques, par les compagnies d'assurances et les fonds de pension, n'est pas spécifique aux acteurs financiers privés. En effet, elle a été principalement mise en œuvre au cours des deux derniers siècles par les salariés eux-mêmes dans des caisses de prévoyance, et par les États avec les systèmes de Sécurité sociale. Si la finance, libre dans un premier temps, a fait l'objet d'un encadrement avant de parvenir à se dégager jusqu'à nos jours, on peut soutenir que les systèmes de protection sociale ont suivi la même évolution : initialement d'ordre privé, mais toujours avec l'autorisation de l'autorité publique<sup>10</sup>, la protection sociale s'est largement développée lors de son administration publique mais se trouve aujourd'hui à nouveau tirée vers un ordre privé, comme en témoigne le très fort développement d'une protection individuelle par capitalisation, que ce soit dans des plans individuels de retraite ou dans des produits d'assurance vie, tous deux généralement encouragés par des incitations fiscales. Ainsi, le ré-

encastrement de la finance dans la société passe aussi par un ré-encastrement des systèmes de protection sociale.

• Les **organismes de placements collectifs**, dits *mutual funds* ou encore nommés *investment funds*, ont pour objet la gestion de portefeuille de titres financiers. Ils proposent des formules collectives de placement permettant aux épargnants d'investir à moyen et long termes, tout en bénéficiant de divers avantages : diversification des risques, expérience des professionnels,

accès à des techniques de gestion sophistiquées et fréquemment, une fiscalité avantageuse. Cette troisième catégorie est plus ambivalente que les deux précédentes. En réalité, les *mutual funds* correspondent plus à des véhicules financiers/de placement qu'à des acteurs plus connus sous le nom d'*asset managers* ou de *money managers*. De fait, les *asset managers* créent ces *mutual funds* et proposent à leurs clients de placer leur épargne en fonction de leur profil de risque. Les choses se compliquent quand on sait que les clients de ces *assets managers* peuvent collecter de l'épargne individuelle (ménages fortunés ou non, sociétés non financières, gouvernements) mais aussi et surtout institutionnelle (fonds de pension, compagnies d'assurances). En effet, au fur et à mesure que les investisseurs institutionnels ont vu leurs encours augmenter, ils ont progressivement mais fortement externalisé la gestion de leur portefeuille. Le développement de la délégation d'actifs des fonds de pension et compagnies d'assurances a pour corollaire l'augmentation des actifs gérés par des *asset managers* ou sociétés de gestion.

- Les ***autres fonds d'investissement*** sont d'une grande diversité. Là encore, nous présentons les principaux. Les *hedge funds* et les fonds de *private equity* sont des fonds de performance absolue, autrement dit, ils font espérer des rendements plus élevés que les indices boursiers. Les premiers sont des fonds qui combinent des stratégies variées, un *trading* très actif et du levier financier (soit un fort endettement), dans le but de réaliser des gains à court terme, le tout dans un cadre réglementaire très souple, voire inexistant. Historiquement, ils collectent des fonds auprès de fortunes personnelles mais de plus en plus auprès des investisseurs institutionnels depuis les années 2000. Rappelons que la fermeture de trois fonds par la BNP à l'été 2007 fut annonciatrice de la crise financière.

Les fonds de *private equity* (fonds de capital investissement) ont, à l'origine, une double spécialisation. D'une part, ils financent l'innovation, *via* la création d'entreprises (*venture capital*), ou la croissance des PME (expansion) par l'apport de capital. D'autre part, ils ciblent des entreprises existantes, de tailles diverses, pour en faire l'acquisition en utilisant le levier d'endettement (*leverage buyouts*), afin de réaliser une performance relativement élevée à moyen terme.

Les *fonds souverains* représentent des investisseurs publics. Ces derniers n'ont pas d'engagements contractuels auprès d'épargnants individuels contrairement aux investisseurs institutionnels. Leurs fonds proviennent de deux sources : les matières premières (pays du Moyen-Orient, Norvège, Russie) et le transfert des réserves de change (Chine, pays asiatiques). Ils sont multiples avec des objectifs de long terme intégrant les risques macro-économiques. Ces fonds souverains peuvent servir : à se protéger contre l'épuisement des ressources naturelles et les fluctuations de prix ou de taux de change ; au développement à long terme pour financer des investissements nécessaires au soutien de la croissance potentielle ; ou encore à la mise en place de systèmes de protection sociale (retraite, santé...). Ces fonds -souverains peuvent alors être respectivement qualifiés de fonds de stabilisation, de fonds d'épargne ou de réserves de pension.

Les *fonds de dotations universitaires (endowments)* gèrent des actifs substantiels sur un horizon très long et avec un passif sans engagement bien défini. L'argent collecté provient initialement de dons d'anciens étudiants, de fondations ou d'entreprises. Ces fonds investissent pour abonder le budget de l'université. Leur objectif est donc double : préserver la valeur réelle du capital sur un horizon indéfini et fournir des flux de revenus stables à un budget opérationnel. Les fonds les plus gros sont ceux des universités américaines : Harvard, Yale et Stanford.

Dans la mesure où les compagnies d'assurances et les fonds de pension ne placent pas tout leur portefeuille directement sur les marchés financiers *via* l'achat de titres mais préfèrent

passer par des *mutual funds*, il serait erroné de sommer leurs encours avec ceux des *mutual funds*. Il en va de même des actifs gérés par des fonds de pension et de fonds de gestion alternative (*hedge funds* et fonds de *private equity*...) ; les premiers étant souvent les clients des seconds. C'est la raison pour laquelle, on va le voir, les encours des *asset managers* dépassent ceux des *mutual funds* car ils comprennent les actifs d'autres fonds.

### *Mesures et démesures de la finance*

Dans ce mouvement d'expansion financière débuté à la fin des années 1970, le rôle des investisseurs institutionnels a été décisif. Leur croissance a contribué au développement des marchés de capitaux : en fournissant des financements aux firmes et aux États, en -développant des mécanismes pour le contrôle des firmes et la gestion des risques et en proposant aux investisseurs individuels des produits d'épargne pour lesquels les risques de placements sont diversifiés.

L'ensemble de cette évolution ne correspond pas intégralement à un financement supplémentaire accordé à l'économie réelle, mais plutôt à des opérations au sein d'un circuit fermé de financiers. Dans ce cadre, les intermédiaires se sont multipliés, générant une rente pour le secteur financier, puisque chaque intermédiaire prend sa commission au passage, empêchant ainsi le coût du financement de baisser. La finance s'est donc développée sans que le service rendu à l'économie réelle (i. e., le financement des projets d'investissement) n'ait suivi. L'image est celle d'une finance qui grossit pour elle-même et en corollaire pénalise de son poids l'économie réelle... La finance est devenue parasitaire.

L'ampleur des sommes concernées frise la démesure. Depuis plus de trois décennies, les plus gros collecteurs d'épargne dans le monde sont, après les banques, les investisseurs institutionnels. En 1995, mesuré à l'aune de leurs portefeuilles de placements, leur poids représentait environ 20 000 milliards de dollars. Dix ans plus tard, il atteint 46 000 milliards, soit plus du double (Aglietta, Rigot, 2009). Si, en 1995, les compagnies d'assurances sont majoritaires, en 2005 il faut compter avec les *mutual funds* en plein essor sur cette période. La domination, des pays développés occidentaux et anglo-saxons en particulier, est incontestable. Ces derniers (Australie, Canada, Royaume-Uni, États-Unis) comptabilisaient près de la moitié des encours des compagnies d'assurances en 2005 (8 200 milliards de dollars), les trois quarts des fonds de pension (effet du système de retraite par capitalisation) et les deux tiers des *mutual funds*. En 2011, les investisseurs institutionnels des pays de l'OCDE totalisaient 44 500 milliards de dollars, 55 % pour les compagnies d'assurances et 45 % pour les fonds de pension (Figure 7).

Au sein des investisseurs institutionnels, le poids colossal des fonds de pension américains est tel que les autres acteurs sont à peine visibles. En 2010, avec 2 350 milliards de dollars d'actifs sous gestion, la France fait très bonne figure dans un classement des encours où l'on a exclu les États-Unis (Figure 6a). Si on les intègre, la domination américaine est écrasante (Figure 6b).

Pour leur part, en 2011, les gestionnaires d'actifs administraient 28 800 milliards de dollars (en grande partie les actifs délégués par les compagnies d'assurances et les fonds de pension). Ces données de l'OCDE sont vertigineuses et il est bon de donner quelques points de comparaison. En 2011, le PIB mondial (qui est un flux) correspondait à 40 000 milliards de dollars, et la dette publique mondiale (qui est un stock et peut donc être directement comparée aux 44 500 milliards d'actifs des investisseurs institutionnels) s'élevait à 46 197 milliards de dollars. Ajoutons que ces masses financières ne comptabilisent pas les actifs gérés par les banques et leurs activités d'assurance. Or, les 29 plus grandes banques mondiales totalisent à elles seules en 2011 des actifs pour un montant de 46 115 milliards de dollars (Morin, 2013).

Figure 6a : Encours des fonds de pension et des compagnies d'assurances dans les pays de l'OCDE, hors États-Unis, pour 2010

En millions de dollars

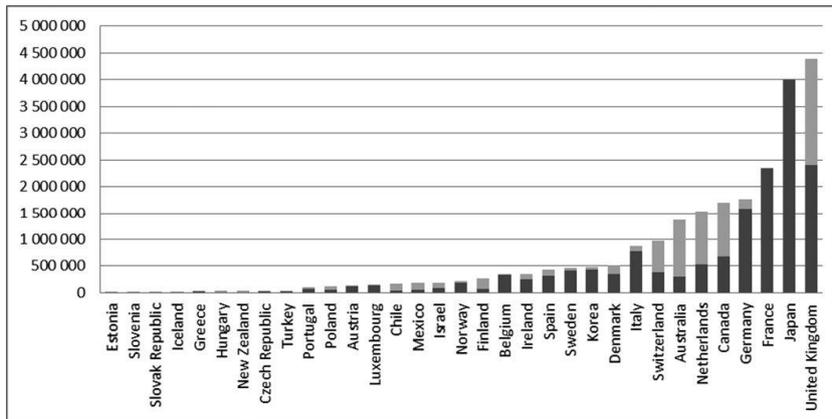
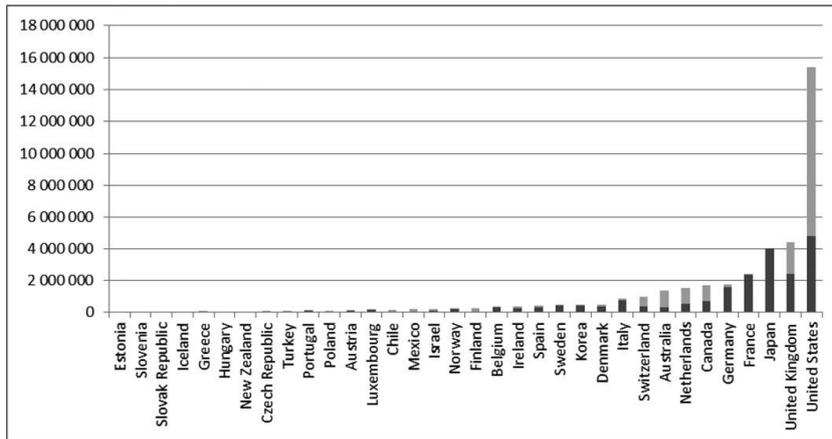


Figure 6b : Encours des fonds de pension et des compagnies d'assurances dans les pays de l'OCDE, États-Unis compris, pour 2010

En millions de dollars

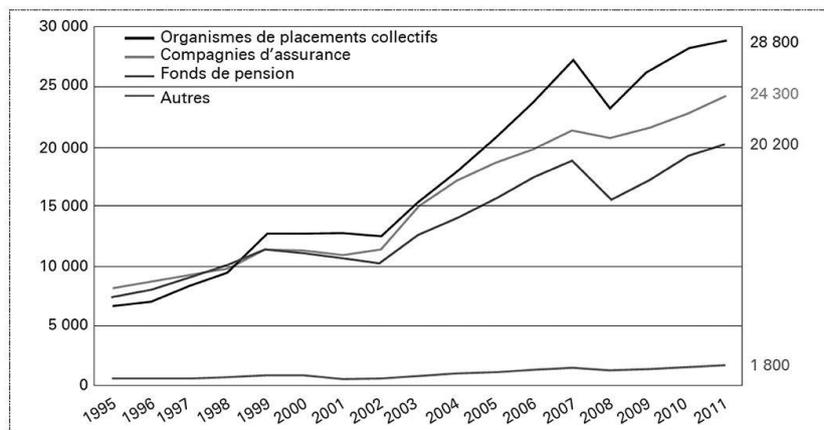


Source : OCDE. Les fonds de pension apparaissent en clair, les compagnies d'assurances en foncé.

L'envolée des encours est extrêmement spectaculaire de 1995 à 2007, mais surtout de 2002 à 2007 (Figure 7). Certes, un léger recul s'observe en 2008, mais cela ne semble qu'être un accident de parcours, les encours reprenant leur folle trajectoire dès 2009. Cette reprise des encours est à rapprocher de la dynamique de l'investissement productif qui, on le verra, reste désespérément amorphe depuis 2008. C'est là une première manière d'appréhender la déconnexion entre la finance et l'économie réelle.

Figure 7 : Encours des investisseurs institutionnels traditionnels dans les pays de l'OCDE, 1995-2011

En milliards de dollars



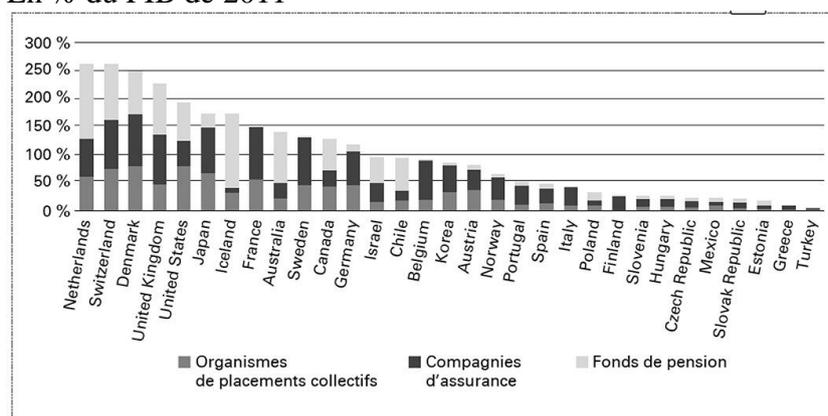
Source : OCDE, bases de données « Global Pension Statistics, Global Insurance Statistics and Institutional Investors ». Les actifs des organismes de placement collectif (*mutual funds*) comprennent les actifs que les compagnies d'assurances et les fonds de pension leur ont délégués. Les autres fonds comprennent notamment les *endowments*, les fonds de *private equity*, *hedge funds*...

En outre, à partir des années 2000, on observe la montée en puissance d'autres fonds d'investissement : les fonds souverains, d'une part, avec les évolutions démographiques, la nationalisation des rentes pétrolières et les excédents commerciaux de certains pays ; et les *hedge funds* et les fonds de *private equity*, d'autre part, avec l'institutionnalisation de leur clientèle (soit de plus en plus de fonds de pension et d'assurances). Selon Mac Kinsey (2007), en 2006, ces trois types de fonds représentaient respectivement 3 000, 700 et 1 500 milliards de dollars, et enregistraient, sur la période 2000-2006, des taux de croissance annuels de 19 %, 20 % et 15 % chacun, bien supérieurs à la progression des institutionnels de 7 % par an. Les plus grands fonds souverains sont issus des pays émergents d'Asie du Sud-Est (40 % des actifs des fonds souverains), comme la Chine et Singapour, ou du Moyen-Orient (35 %), comme les Émirats arabes unis et l'Arabie saoudite. La Norvège fait exception, puisqu'il s'agit du seul pays de l'OCDE à détenir un fonds souverain important. De leur côté, les *hedge funds* et les fonds de *private equity* sont très majoritairement américains, et très largement britanniques si on se limite aux frontières de l'Europe.

À l'échelle mondiale, la part des actifs détenus par les pays émergents est passée de 10 % à 19 % entre 1995 et 2009 au détriment des pays développés. Celle détenue par le Japon et les États-Unis a baissé, respectivement de 23 % à 14 % et de 47 % à 45 % (OCDE, FMI, 2011). Parallèlement, la proportion des *mutual funds* s'est élevée de 29 % à 40 %, aux dépens des fonds de pension (47 % à 33 %) et des assureurs (32 % à 26 %) [OCDE, FMI, 2011]. Ainsi, en 2011, les encours des investisseurs institutionnels de chaque pays représentaient respectivement plus de deux fois le PIB pour les Pays-Bas, la Suisse, le Danemark et le Royaume-Uni contre moins d'un quart pour le Mexique, la Grèce et la Turquie. Les fonds de pension demeurent majoritaires en Australie, au Chili et, dans une moindre mesure, aux Pays-Bas, en Islande et au Royaume-Uni. Aux États-Unis, les *mutual funds* deviennent majoritaires au détriment des fonds de pension. Enfin, le paysage institutionnel européen reste dominé par les assureurs (France, Belgique, Allemagne, Norvège, Portugal, Italie, Espagne...). Pour leur part, les *hedge funds*, fonds de *private equity* et fonds souverains représentaient, en 2011, un total de 9 900 milliards de dollars en actifs sous gestion (respectivement, 1 800 milliards, 3 400 milliards et 4 800 milliards), soit moins de 14 % du total des actifs gérés par les investisseurs institutionnels (Figure 8).

L'expansion de ces encours résulte d'une dialectique offre/demande. Côté demande, les pays industrialisés ont connu, au cours des dernières décennies, d'importantes modifications de leur pyramide des âges : hausse du taux de natalité après la Seconde Guerre mondiale (*baby-boom*) suivie d'une diminution après 1970, et augmentation continue de l'espérance de vie. Cette évolution a engendré, au cours de la période 1985-2001, une augmentation importante de la population d'âge mûr (40-59 ans), une progression du poids des personnes de 60 ans et plus.

Figure 8 : Encours, par pays, des investisseurs institutionnels  
En % du PIB de 2011



Source : OCDE, base de données « Institutional Investors Database ». Données de PIB issues des Comptes nationaux de l'OCDE.

En contrepartie, la part des moins de 40 ans a reculé nettement. Tout ceci conduit à accroître la demande pour des produits d'assurance ou de retraite. Côté offre, la déréglementation, la libéralisation interne et externe et l'innovation financière ont -facilité l'essor de ces acteurs du marché financier. Aussi, les incitations fiscales initiées par les gouvernements occidentaux ont amené les ménages vers une épargne longue : la fiscalité avantageuse de l'assurance vie n'est pas un cadeau désintéressé de la part de l'État, puisque les compagnies d'assurances placent l'épargne collectée en titres de la dette publique ! Par ailleurs, ces placements ont été favorisés par la politique monétaire accommodante et la période d'expansion exceptionnelle des marchés boursiers durant les années 1990-2000. Dans ces conditions, l'attrait pour les investisseurs institutionnels ne s'est pas démenti. La spéculation et les risques de fragilités financières se sont épanouis. Les raisonnements étaient simples : mon plan d'épargne rapporte peu, pourquoi ne pas tenter l'aventure des marchés actions, d'autant plus que le taux d'intérêt faible incite à parier sur l'effet de levier (financer son emprunt grâce à l'appréciation attendue des cours de Bourse et aux espoirs de dividendes)...

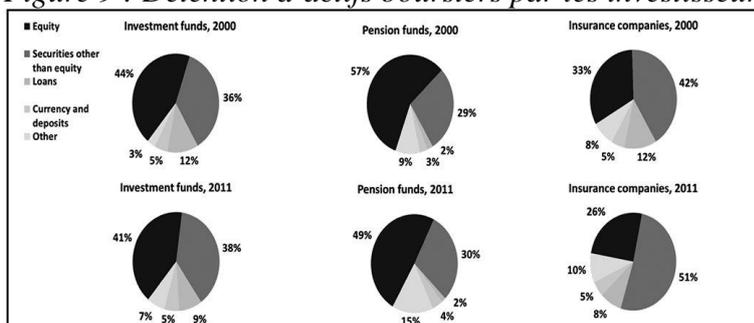
Au-delà de ces mouvements sur les décennies 1990 et 2000, certaines tendances ont été confirmées par la crise de 2007. La progression des investisseurs publics s'est renforcée dans les pays émergents sous la forme de fonds souverains tandis que le développement des *mutual funds* privés s'est poursuivi dans les pays occidentaux. Surtout, la crise a été l'occasion de confirmer le transfert des risques financiers sur les épargnants. En effet, les contrats noués entre les ménages et les fonds de pension/compagnies d'assurances ont changé de nature. Les fonds de pension à cotisations définies ou les contrats d'assurance vie de type fonds en euros imposent la variabilité de la rémunération de l'épargnant, l'intermédiaire financier ne supportant plus le risque de l'instabilité financière. Cette évolution qui n'est pas seulement conjoncturelle révèle à quel point on est à l'opposé du rôle théorique, attribué à la finance et aux intermédiaires financiers, qui est de mutualiser les risques. Ce report du risque participe à la remise en cause de l'influence positive des marchés financiers sur la croissance économique (Cecchetti, Kharroubi, 2012).

Enfin, les investisseurs institutionnels ont failli sur deux points : le risque est reporté sur les épargnants ; l'allocation des actifs n'est plus de leur fait. Car les investisseurs délèguent massivement à des *asset managers* la gestion de l'épargne qu'ils ont collectée. Par exemple, les fonds de pension américains à prestations définies déléguaient 50 % de leurs actifs en 1990 contre 80 % en 2008, et ce chiffre est en progression constante (Rigot, 2010). L'encours des gestionnaires d'actifs n'a cessé de s'élever depuis vingt ans pour atteindre en 2012 près de 47 000 milliards de dollars<sup>11</sup> dont 21 500 aux États-Unis et 15 400 milliards en Europe (Efama, 2014). Par rapport au PIB, le Royaume-Uni se taille la part du lion avec une industrie de gestion d'actifs représentant plus de 282 % de son PIB contre 174 % aux États-Unis et 146 % en France (Efama, 2014).

L'émergence des *asset managers* n'est que l'autre face du développement des investisseurs institutionnels. Ainsi, en Europe, les encours des investisseurs représentent 74 % des encours des *asset managers* avec 42 % issus des fonds de pension et 32 % des compagnies d'assurances. Les *asset managers* sont très concentrés. En 2011, les 20 premiers<sup>12</sup> représentaient 24 400 milliards de dollars, soit presque 40 % des encours de cette industrie. Il en va de même géographiquement : sur les 20 plus gros *asset managers*, 64 % sont américains, 33 % sont européens et 3 % sont japonais. Le plus important est cependant que les plus gros *asset managers* sont des filiales d'assureurs et de banque : loin d'avoir été marginalisées par l'émergence de ces « nouveaux » acteurs, les grandes compagnies d'assurances et leurs consœurs bancaires ont en réalité investi l'industrie de la gestion d'actifs en y développant des filiales qui captent l'épargne collective que ces grands groupes ne récupèrent plus à leurs guichets. Derrière l'imbrication extrême des acteurs financiers, on retrouve toujours les mêmes institutions centrales qui voient leur pouvoir consolider par la nouvelle donne. En effet, si vous souhaitez éviter les grands groupes bancaires en confiant votre épargne à un petit fonds d'investissement, il y a de fortes chances que votre pécule finisse quand même par atterrir dans les grands groupes que vous souhaitiez éviter : plus vous confiez votre épargne à une petite entité, plus la probabilité est grande que cette entité délègue la gestion de ces actifs à un *asset manager* qui gravite souvent dans le giron des grands groupes de banque et d'assurance. Un intermédiaire qui gère un montant élevé d'actifs aura une plus grande capacité de les gérer en interne, contrairement à un intermédiaire de petite taille à qui il reviendra moins cher de déléguer.

À quoi servent ces fonds siphonnés par les investisseurs, et plus particulièrement par les gestionnaires d'actifs (*asset managers* aussi appelés *investment funds*) ? À acheter des actifs financiers certes, mais ces fonds sont placés en actions (*equity*) et en obligations (*securities other than equity*). Il y a donc peu de prêts (*loans*), de dépôts (*deposits*) et devises (*currency*) ou autres (*other*) [Figure 9]. Les fonds de pension et les fonds d'investissement (*mutual funds* gérés par les *asset managers*) privilégient surtout les actions, les assureurs se portant davantage sur des titres de dettes publiques.

Figure 9 : Détention d'actifs boursiers par les investisseurs institutionnels en 2000 et 2011



Source : OCDE, base de données « Institutional Investors ».

Les fonds d'investissement sont ainsi devenus les principaux actionnaires des sociétés cotées.<sup>13</sup> Ils représentent aujourd'hui, aux États-Unis, 40 % de la capitalisation boursière alors qu'en 1960, 84 % des actions étaient détenues par des personnes physiques. Cette évolution est encore plus marquée au Royaume-Uni où la proportion d'actions directement détenues par les personnes physiques est passée sur la même période de 54 % à 11 % (Çelik, Isaksson, 2013). Ainsi, en près de cinquante ans, la nature de l'actionnariat a profondément changé : les principaux détenteurs d'actions sont désormais des investisseurs institutionnels et non plus des personnes physiques. Le lien entre ces fonds et les entreprises dont ils sont actionnaires est d'autant plus incertain qu'ils délèguent massivement leur gestion d'actifs. De délégation en délégation, on ne sait plus qui est le détenteur et bénéficiaire final. L'entreprise ne peut que souffrir de cette structure actionnariale. En effet, étant tous en concurrence pour attirer l'épargne collective, les fonds vont se lancer dans une surenchère à la rentabilité, laquelle pressera l'entreprise et la contraindra à abandonner des projets d'investissement insuffisamment rentables et à cracher des dividendes. Ces revenus arrachés à l'entreprise se perdront ensuite dans la chaîne des délégations pour rémunérer différents intermédiaires. C'est sur ce modèle d'extraction de rente que l'industrie financière s'est développée ces dernières décennies. Libérée des entraves, la finance parasite l'entreprise plus qu'elle ne favorise l'investissement productif. Les marchés financiers ressemblent de plus en plus à un casino géant dans lequel s'engouffrent les capitaux des épargnants par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels. Ce casino géant porte plus élégamment le nom de financiarisation, mais ses dégâts n'en sont pas moins considérables.

## CHAPITRE 2

### LES RAVAGES DE LA FINANCIARISATION

Le mot « ravages » renvoie souvent aux dégâts causés par des incendies, des tremblements de terre ou des guerres. À la vue de ce que nous détaillerons ici, nous pensons que l'application de ce terme pour désigner les conséquences de la financiarisation n'est pas usurpée : l'évolution de la sphère financière des quarante dernières années s'apparente bien à un fléau économique. À force de se désencastrer de l'économie réelle, la finance est devenue nuisible, tel un parasite dominant son hôte. Dans des termes plus policés, de nombreuses institutions internationales (FMI, OCDE ou BCE), pourtant traditionnellement porteuses d'une vision symbiotique des liens entre finance et économie réelle, ont fait connaître leurs doutes sur l'efficacité économique d'un développement sans frein de la finance.

Nous allons détailler les sources de cette inefficacité, ainsi que ses fâcheuses conséquences, aux niveaux microéconomique et macroéconomique. Le cœur du problème est que l'arrivée des « zinzins » comme nouveaux actionnaires de référence a profondément modifié la gouvernance des entreprises. L'actionnaire de référence désigne celui qui pèse le plus dans les décisions de l'entreprise. Ainsi, la gouvernance managériale des entreprises durant les Trente Glorieuses, quand les actionnaires de référence étaient des familles, n'a pas les mêmes implications que la gouvernance actionnariale actuelle. Cette dernière, favorisant le court terme, néglige des opportunités d'investissement rentables afin de poursuivre la valeur actionnariale sur des marchés financiers organisés pour la liquidité.

La conséquence macroéconomique de cette réorientation des entreprises au détriment de l'investissement productif est un ralentissement de la croissance économique et une montée du chômage lesquels ne sont que difficilement, et temporairement, endigués par la mise en place d'expédients (dettes privées et publiques, effet richesse, excédents commerciaux) destinés à soutenir l'activité.

#### 1. Les ravages microéconomiques : la gouvernance actionnariale défavorise l'investissement

Une réglementation de plus en plus permissive a redonné du pouvoir à la finance. Cette dernière s'est recomposée autour des investisseurs institutionnels lesquels sont à la manœuvre au sein des structures de gouvernance des entreprises pour imposer l'objectif de création de valeur pour l'actionnaire. Toute décision de l'entreprise est évaluée à l'aune de l'impératif de la valeur actionnariale (*shareholder value*). Il s'ensuit une course-poursuite entre recherche de liquidité et hausse de dividendes, ces derniers devant soutenir des cours de Bourse susceptibles de chuter en permanence du fait de la cotation en continu des marchés financiers. Cette gouvernance impose une vision court-termiste qui dévalorise les projets d'investissement à long terme. La soif de liquidité des marchés financiers assèche l'économie réelle en détournant au profit des actionnaires des masses d'argent qui auraient pu trouver à s'investir dans la sphère productive.

#### *La gouvernance d'entreprise : les pouvoirs sont allés aux zinzins*

Pourquoi les nouveaux actionnaires, c'est-à-dire les investisseurs institutionnels et leurs affidés, ont-ils réorienté les entreprises ? La réponse est simple : ils le peuvent. Les transformations des règles affectant la gouvernance des entreprises sont au cœur de notre sujet. La cotation des entreprises sur les marchés financiers impose des règles dites de gouvernance. Les actionnaires ont des droits. Avec l'actionnariat individuel, les actionnaires avaient du mal à infléchir les objectifs des entreprises. Que pèse un actionnaire individuel en assemblée générale face au dirigeant de l'entreprise ? Seuls les partisans de l'illusion de la

démocratie actionnariale croient encore que la voix de l'individu sera *écoutée*. Certes, on l'*entend*, mais son expression ne modifiera pas l'orientation de l'entreprise : une démonstration par l'absurde a eu lieu lors de l'assemblée générale de Carrefour en 2009 où un actionnaire mécontent de la fraîcheur des fraises a eu le loisir de s'exprimer face au Directeur général Lars Olofsson, toutefois on peut parier que cette prise de parole n'a eu aucun effet sur la politique d'approvisionnement en fraises du groupe Carrefour ! Mais à partir du moment où ce ne sont plus de sympathiques mangeurs de fraises mais des zinzins ou d'autres investisseurs plus structurés qui sont les actionnaires de référence, l'impact dans la -gouvernance des entreprises est d'une tout autre force : si Lars Olofsson ne bouge pas un cil suite au commentaire du détenteur de quelques actions, il risque de considérer très sérieusement les propositions d'un *hedge fund* qui possède plusieurs millions d'actions et pèse plusieurs pourcents de son capital...

Plus on a d'actions, plus on a de pouvoir : telle est la logique du capitalisme actionnarial. Le gouvernement des firmes est en effet régi par la règle « une action = une voix », contrairement aux régimes démocratiques où l'on se soumet à la règle « un homme = une voix ». Ainsi, le pouvoir sur les moyens de production est proportionnel à la masse de capitaux détenue. Cette caractéristique émerge dans la seconde moitié du XIXe siècle et repose sur le développement libre de la société de capitaux.

Auparavant, les sociétés de capitaux ne pouvaient être créées qu'avec une autorisation gouvernementale ou législative, et ce, pour une durée limitée. Elles avaient alors pour objet, non seulement l'enrichissement des pourvoyeurs de fonds, mais aussi la réalisation de grands travaux d'intérêt général (canaux, voies ferrées, ou commerce extérieur). Au XVIIIe siècle par exemple, les sociétés de commandite organisaient le commerce extérieur de la nation avec différentes régions du globe. Le pouvoir politique accordait à ces compagnies le monopole des échanges extérieurs, à charge ensuite à ces compagnies de rapporter suffisamment d'or pour enrichir le pays. Parmi les plus célèbres, on peut citer les Compagnies du Mississippi ou du Sénégal en France, la Compagnie des Mers du Sud en Angleterre, ou la Compagnie des Indes orientales pour les Provinces-Unies. Certaines de ces compagnies ont été au cœur de violentes crises financières au XVIIIe siècle : par exemple, faillite du système de Law en France et bulle de la Compagnie des Mers du Sud en Angleterre.

Au XIXe siècle, la création de personnes juridiques non mortelles favorisera le développement de la grande firme capitaliste. Quelques dates marquantes : la libre constitution des sociétés par actions date de 1870 en Allemagne ; elle est inscrite dans le Code de commerce italien en 1882 (Ducouloux-Favard, 1992) ; aux États-Unis, en 1889, l'État du New Jersey permet aux sociétés anonymes non seulement de se constituer librement mais aussi de détenir les actions des autres *corporations*. Cette réglementation résulte du jugement de Santa Clara de 1886 qui octroie à la *Southern Pacific Railroad*, les mêmes droits qu'à une personne physique.<sup>14</sup>

En France, c'est en 1867 que les sociétés anonymes (SA) disposent du droit de se constituer sans autorisation gouvernementale préalable ; les SA se généralisent d'autant plus que la responsabilité limitée est associée à la disposition de 1867. La responsabilité limitée signifie que les actionnaires ne peuvent perdre que le capital apporté, mais ne sont pas responsables des dettes de la société sur leur patrimoine personnel. Auparavant, cette faveur n'était concédée qu'en raison du caractère extrêmement risqué des travaux entrepris. Elle va maintenant s'accompagner d'une prise de pouvoir considérable. C'est en effet par l'article 27 de la loi du 24 juillet 1867 que le principe de proportionnalité « une action = une voix » devient la norme. En dépit de résistances, le Conseil d'État privilégia un principe de proportionnalité (Lefebvre-Taillard, 1985). La limitation des droits de vote par tête, caractéristique de la première moitié du XIXe siècle (Morck, 2006), cède alors la place à la

représentativité du capital.

L'élément clé dans ces évolutions réside dans le fait que, l'entreprise prenant la forme d'une société<sup>15</sup>, les actionnaires ne sont plus directement propriétaires de ses avoirs et de son appareil productif. Ils sont seulement propriétaires de leurs actions, ce qui leur confère toutefois un ensemble de droits et de pouvoirs non négligeables dans la société juridiquement -indépendante. Ces droits et pouvoirs s'articulent au travers du triptyque suivant : les actionnaires, les membres du conseil d'administration, la direction générale (et plus largement le management). Les *actionnaires* s'expriment, en fonction de la part du capital qu'ils portent, lors de l'assemblée générale qui se réunit au moins une fois par an. Au sein de celle-ci sont prises deux grands types de décisions. Le premier concerne la gestion : montant des dividendes à verser, par exemple, fusion, nationalité du siège social, émission de nouvelles actions ou de nouvelles dettes. Le second – le plus important – porte sur des décisions de contrôle, à savoir la nomination et la révocation des membres du *conseil d'administration*, appelés aussi les administrateurs. Le conseil se réunit quelques fois par an, et est l'instance de contrôle de la société : il nomme son *directeur général* qui, avec le management, assure la gestion quotidienne de la firme<sup>16</sup>. Le conseil d'administration constitue ainsi l'interface entre l'assemblée générale des actionnaires et la société, support juridique de l'entreprise. Cette entreprise peut s'identifier à une simple société de capitaux, mais elle peut aussi correspondre à un groupe de sociétés formé d'une société mère ou société holding *contrôlant* un ensemble d'autres sociétés, nommées les filiales.

En dépit de cette répartition claire, les confusions sont fréquentes dans les médias sur qui détient l'entreprise. Clairement, en droit, les actionnaires ne sont pas propriétaires de l'entreprise. Certes, ils possèdent des actions d'une société, mais ils ne possèdent pas l'entreprise (J.P. Robé, 1999). Bien évidemment, les actionnaires ont des droits liés à la détention de leurs actions : voter sur les décisions en assemblée générale, par exemple, l'octroi de dividendes ou la révocation des administrateurs... Mais, les actionnaires n'ont pas *tous* les droits : il n'y a rien d'automatique dans la décision de verser des dividendes (on peut même estimer que l'actionnaire se rémunère lorsqu'il revend son action, si le cours de cette action a monté) et il n'y a aucune obligation légale pour l'entreprise de maximiser les profits en laissant de côté des projets d'investissement moins rentables. Pourtant, Patrick Pouyanné, directeur général de Total, déclarait en septembre 2015 qu'il souhaitait diminuer les investissements pour préserver le dividende. Devant un public de financiers, il se vantait aussi d'être le premier pétrolier à avoir lancé un plan d'économies destiné à réduire les coûts. Pour faire face à la baisse des prix du pétrole qui limite les entrées de cash, la stratégie est de limiter les déboursements d'argent, que ce soit par une réduction des dépenses d'investissement ou des charges générales. Les versements de dividendes deviennent garantis, quel que soit le niveau effectif des profits, quitte même à s'endetter pour rendre du cash aux actionnaires. Ainsi, touchées par les prix bas du pétrole qui affectaient négativement leurs profits, les 5 grandes compagnies pétrolières (Exxon-Mobil, Chevron, BP, Shell et Total) ont cédé pour 30 milliards de dollars d'actifs et se sont -endettées pour 20 milliards afin de distribuer au total plus de 70 milliards à leurs actionnaires en 2014 (*Les Échos*, 1er novembre 2015). Le totem de la valeur actionnariale, c'est de maximiser les sommes disponibles pour la distribution de dividendes.

Il n'y a rien d'automatique à ce que les entreprises recherchent la valeur actionnariale, et pourtant elles le font systématiquement car les administrateurs sont nommés par les actionnaires. Toute la logique de la gouvernance repose *in fine* sur eux : certes, ce sont les dirigeants de l'entreprise qui prennent les décisions, mais ces dirigeants sont contrôlés par le conseil d'administration, et ce conseil est lui-même contrôlé par l'assemblée générale des actionnaires. Le poids des différents actionnaires dans le capital de l'entreprise se reflétera

dans des droits de vote en assemblée générale, donc dans des élections d'administrateurs représentant les plus gros actionnaires au sein du conseil d'administration, donc dans des politiques -managériales qui agréent à ces administrateurs. Le premier objectif d'une direction d'entreprise sera de ne pas nuire aux intérêts des actionnaires et des administrateurs qui lui ont assuré cette position. Comment plaire à des actionnaires ? Garantisiez-lui que le cours de Bourse grimpera. Pour cela, réduisez les projets d'investissement les moins rentables, et distribuez le cash économisé en dividendes. Vous pouvez aussi rétablir les marges de profit en serrant la politique sociale de l'entreprise, en pressant les fournisseurs et en vous concentrant sur les seuls métiers/marchés les plus rentables. C'est justement ce qu'a essayé de faire le groupe Carrefour suite à l'arrivée dans son capital en 2007 du fonds d'investissement Blue Capital. Outre une sévère politique de réduction d'effectifs, le groupe a cédé des actifs en se retirant de certains pays, ce qui lui a permis d'accumuler de quoi procéder à des versements de dividendes et des rachats d'actions alors même que l'activité du groupe reculait au plus fort de la crise. Même quand la performance économique n'est pas au rendez-vous, les actionnaires obtiennent des versements financiers.

Mais le pouvoir des actionnaires sur les sociétés ne se limite pas aux décisions du conseil d'administration. Il passe aussi par le prix des actions. Les actionnaires peuvent « voter avec leurs pieds », c'est-à-dire qu'ils peuvent décider, ou simplement menacer de vendre leurs actions. Y compris si elle est soutenue par son conseil d'administration, la direction d'une entreprise qui annonce une baisse de rentabilité trimestrielle ou un nouveau projet d'investissement, sera fragilisée. Pour des actionnaires impatientes, ces nouvelles indiquent que le flux de cash disponible pour le versement de dividendes ou le rachat d'actions sera amputé. Même sans être représentés au conseil d'administration, ces actionnaires peuvent influencer la direction de l'entreprise et la pousser à ne pas entreprendre le projet d'investissement jugé insuffisamment rentable ou à couper drastiquement dans les coûts pour éviter la baisse de rentabilité. S'ils détiennent assez d'actions et/ou qu'ils agissent de manière mimétique avec leurs congénères impatientes, ils peuvent considérablement influencer à la baisse le prix des actions par leurs ventes ou menaces de ventes. Or, cette baisse est préjudiciable pour le dirigeant et l'actionnaire de référence qui l'a nommé. Cette baisse ne signifie en effet rien d'autre que la menace d'une prise de contrôle hostile par un concurrent. Le prix des actions étant au plus bas, pourquoi en effet se priver de lancer une OPA (Offre publique d'achat de titres), qui permettra au nouvel actionnaire de contrôle de nommer un nouveau conseil et une nouvelle équipe dirigeante ? L'ancienne direction débarquée, l'ancien actionnaire de référence mis en minorité, la voie serait désormais libre pour l'application des objectifs de la valeur actionnariale. Les injonctions au court-termisme et à la rentabilité à tout prix peuvent faire leur chemin, y compris dans des entreprises dont l'actionnaire de référence, les administrateurs et les dirigeants sont impliqués sur le long terme. Un fonds d'investissement, même extrêmement minoritaire dans le capital, peut avoir une influence disproportionnée sur la conduite d'une entreprise, par ses alliances mais aussi par ses menaces de sortie qui impactent le cours de Bourse. La *taille* des actionnaires compte mais leur *comportement* aussi.

### *La liquidité des marchés financiers pousse au court terme et oublie l'investissement*

Dans les Trente Glorieuses, des gros actionnaires existaient déjà. Loin de l'image d'Épinal du règne de l'actionnariat dispersé, dans la quasi-totalité des pays développés, y compris aux États-Unis, l'actionnariat était particulièrement concentré. Et pourtant, force est de constater que nous ne connaissions pas alors les dérives actuelles de la gouvernance actionnariale : pourquoi ? Parce que la liquidité des marchés n'était pas aussi prononcée. En particulier, les détenteurs d'actions ne pouvaient pas aussi facilement menacer de partir s'exiler à l'étranger :

la mobilité des capitaux était drastiquement réduite depuis la mise en place des contrôles de capitaux par les accords de Bretton Woods (1944). La menace du « vote avec les pieds » sur les marchés financiers ou celle de la délocalisation étaient moins opérantes qu'aujourd'hui. De même que c'est la menace du licenciement qui incite le salarié à la docilité dans son entreprise, c'est la menace de fuite des capitaux qui plie l'entreprise aux exigences de ses actionnaires. Or, le cœur de la financiarisation a consisté à organiser la liquidité des marchés financiers pour permettre aux actionnaires de se faire obéir : les frontières sont tombées pour permettre aux capitaux de passer sans tarder d'un marché à l'autre, d'un pays à l'autre ; les incitations fiscales se sont multipliées pour attirer les capitaux sur les marchés financiers, et ainsi en garantir la profondeur. Pour être opérante et contraindre les entreprises, la liquidité a besoin de ces deux conditions de mobilité et de profondeur. D'une part, l'existence d'une contrepartie garantit que vous trouverez toujours face à vous quelqu'un qui achète ce que vous voulez vendre ou qui vend ce que vous voulez acheter. D'autre part, l'absence de frontières entre marchés financiers vous permet de replacer votre épargne sans tarder sur un autre actif, après avoir quitté votre placement précédent.

- La dialectique de la liquidité

La liquidité se définit comme une capacité à être transformée en monnaie, et cela, sans délai, coût ou risque en capital. Ainsi, un actif sera qualifié de liquide s'il dispose de deux attributs (Robinson, 1956) : d'une part, un actif sera liquide s'il dispose d'un caractère négociable, c'est-à-dire une facilité à pouvoir revendre l'actif rapidement et sans frais ; d'autre part, un actif sera liquide si sa valeur future est prévisible, sans risque de perte en capital. La financiarisation a imposé le culte de la liquidité aux marchés financiers en promettant aux acteurs qu'ils pourraient revendre leurs actifs à tout moment. Le paradoxe inhérent à la recherche de la liquidité, c'est que, normalement, vous ne pouvez pas avoir le beurre et l'argent du beurre. Si on organise les marchés financiers de manière à permettre à tout le monde de vendre son titre à tout moment, on crée justement un marché secondaire où sont cotés les titres en continu, c'est-à-dire qu'on crée une institution (la Bourse) qui réévalue quotidiennement le prix de l'actif : on crée donc le risque de voir le cours baisser. En créant de la -liquidité au sens de la possibilité de revente, on engendre de -l'illiquidité au sens du risque de perte en capital. Pour les actionnaires, cela signifie que l'existence de la Bourse les pousse à chercher à se prémunir des baisses de cours. Ils y parviennent en obtenant des versements de dividendes élevés et en poussant les entreprises à racheter leurs propres actions, le cours de Bourse n'étant rien d'autre que la somme actualisée<sup>17</sup> des dividendes futurs rapportée au nombre d'actions en circulation. Quand une société rachète ses propres actions, cela permet aux actionnaires de se partager les mêmes flux actualisés de profit entre moins d'actions : comme si on se partageait le même gâteau entre moins de convives. Verser plus de dividendes aujourd'hui est un moyen de signaler aux marchés financiers que l'entreprise est en bonne santé, ce qui soutient aussi les cours : comme si on annonçait un festin pour attirer les foules. Mais là où le raisonnement touche au pervers, c'est que les versements de dividendes ne doivent pas simplement être importants, ils doivent supplanter ceux des entreprises concurrentes.

Pour les partisans de la valeur actionnariale, il n'y aurait création de valeur pour l'actionnaire que quand l'entreprise fait mieux que la moyenne du marché. Si mon entreprise dégage 6 % de rentabilité grâce à des versements de dividendes généreux, son cours de Bourse peut quand même être attaqué si ses concurrentes ont livré une rentabilité de 8 % grâce à une distribution de dividendes supérieure. L'entreprise sera accusée de ne pas avoir créé de valeur pour l'actionnaire, quand bien même elle l'aurait rémunéré, et fort convenablement : 6 %, ce n'est pas rien ! Derrière l'injonction à créer de la valeur pour l'actionnaire, il y a une surenchère permanente dans les rendements promis aux actionnaires, chaque entreprise étant invitée à

faire mieux que la moyenne, ce qui est totalement impossible en bonne logique.

La valeur actionnariale est donc un puissant outil de mobilisation des profits en faveur de la distribution de dividendes ; toute entreprise qui ne participerait pas à la course en avant verrait une désaffection pour son cours de Bourse. Cette sanction boursière nuirait à la fois à ses actionnaires (pertes en capital) et à ses dirigeants (risque de l'OPA et du remplacement par une nouvelle équipe). Ces derniers sont d'autant moins réticents à ces distributions qu'ils reçoivent des -rémunérations indexées sur la performance financière de l'entreprise (par exemple, les fameuses stock-options).

Cette contrainte d'offrir une rentabilité toujours plus élevée modifie les perspectives d'investissement des entreprises. Quand on sait qu'on doit fournir une rentabilité de 8 % à ses actionnaires, on ne -considère plus les projets d'investissement produisant une rentabilité de 5 %. La financiarisation incite à sélectionner drastiquement les projets d'investissement en ne conservant que les plus juteux. Des projets d'investissement rentables, mais insuffisamment aux yeux de la norme financière, sont donc laissés de côté. De même, pourquoi investir sur des projets dégageant une rentabilité seulement à long terme quand on sait qu'on devra distribuer des dividendes importants dès cette année ?

- L'entreprise liquidée

La liquidité des marchés financiers pousse au court-termisme, car les résultats financiers de l'entreprise sont scrutés trimestriellement, et il faut prendre garde à ne pas manquer une publication sous peine d'être immédiatement sanctionné en bourse. L'une des premières manifestations de la capacité de nuisance des investisseurs institutionnels sur le marché boursier -français a eu lieu en 1998 : en septembre de cette année, ces acteurs vendent massivement leurs actions Alcatel, et en font donc chuter le prix de 38 %, à la suite d'un *profit warning*, c'est-à-dire une annonce par la firme que les bénéfices attendus ne seront pas là. Pourtant, ceux-ci demeuraient positifs, le résultat opérationnel ayant augmenté de 30 % au lieu des 40 % espérés par les investisseurs (*L'Express*, 01/12/2003).

Le court-termisme comporte cependant un risque : celui de voir l'entreprise périr, faute d'investissements suffisants. Tout se passe comme si le parasite finissait par tuer son hôte à force de puiser dans ses ressources et finalement le prive d'énergie vitale. Des fonds dits prédateurs adoptent ce genre de comportement extrême. Ils ne se soucient guère de la survie de l'entreprise hôte, car leur stratégie consiste à extraire le cash disponible d'une entreprise, puis à revendre les titres en comptant sur une contrepartie qui -trouvera un intérêt dans les actifs restants de la firme, soit pour les restructurer et les combiner aux actifs existants d'autres firmes – avec les coûts sociaux que cela implique –, soit pour en extraire encore plus de cash. Enfin, les prédateurs peuvent également revendre leurs titres à des contreparties suffisamment naïves pour les acheter<sup>18</sup>. En l'occurrence, ces fonds parasites quittent l'entreprise quand la fragilité qu'ils ont créée se réalise, ils -n'encaissent donc aucune perte et reproduisent le même schéma ailleurs. Ce mode de fonctionnement radical véhicule une vision de l'entreprise qui se retrouve dans des fonds beaucoup plus traditionnels : l'entreprise devient une source de revenus que l'on est en droit de « presser », certaines plus que d'autres. La gestion interne d'un fonds repose sur ce genre d'arbitrages : quels secteurs d'activité, quels pays, quelles entreprises sont les plus susceptibles de rendre du cash, compte tenu de leurs risques respectifs ? Encore une fois, c'est la liquidité qui gouverne l'allocation d'actifs de ces fonds.

La liquidité des marchés financiers déforme la manière d'appréhender l'économie réelle. En créant un marché financier où sont cotées les entreprises, on a créé la fiction d'une liquidité de l'investissement productif lui-même. On peut comprendre la rationalité d'un épargnant recherchant la liquidité pour ses placements, mais cette recherche de liquidité entre en

contradiction avec la nécessité de l'engagement propre à l'investissement productif. Si vous pouvez acheter une action le matin pour la revendre l'après-midi, il n'en est pas de même d'un investissement productif. Pour reprendre l'image utilisée par J.M. Keynes (1936, chapitre 12), « c'est comme si un fermier, après avoir tapoté son baromètre au repas du matin, pouvait décider entre dix et onze heures de retirer son capital de l'exploitation agricole, puis envisager plus tard dans la semaine de l'y investir de nouveau. » Mais là est le drame : les marchés financiers permettent aux actionnaires de se désengager d'une entreprise le soir, alors qu'ils s'y étaient engagés le matin. Or, l'acte d'investissement productif est souvent irréversible : c'est une manière de se projeter dans l'avenir, un engagement dans le temps irréconciliable avec la recherche permanente de liquidité propre aux marchés financiers. Quel est le sens d'un investissement financier d'une journée pour un actionnaire ? L'entreprise n'est alors rien de plus qu'un objet de spéculation comme un autre, et la bourse un véritable casino. La durée de détention annuelle moyenne est très fortement orientée à la baisse sur le New York Stock Exchange (NYSE) : en 2009, on ne gardait une action en portefeuille que pendant 6 mois en moyenne, là où on la conservait pendant deux ans en 1991, et sept ans en 1960. De ce fait, le nombre de transactions quotidiennes a explosé sur le NYSE, passant de 3 millions d'actions échangées *quotidiennement* en 1960 à 1 602 millions en 2005. Ce casino ne ferme jamais ses portes puisqu'il y a toujours une place financière ouverte quelque part, quelle que soit l'heure de la journée. Les joueurs à ses tables ne sont plus nécessaires : les transactions sont de plus en plus assurées par des logiciels automatisés qui profitent des micro-écarts de cotation à la seconde.

Parasitée par les marchés financiers, l'entreprise est emportée dans leurs tourbillons. L'entreprise, objet social visqueux destiné à se reproduire dans le temps, est soumise à l'influence de l'instabilité de l'état -d'esprit des acteurs financiers qui achètent le matin pour vendre l'après-midi. Les marchés financiers s'emballent souvent, à la hausse ou à la baisse, pour une entreprise, un secteur d'activité ou un pays particulier. Ces élans influencent les prix des actions... mais ils modifient aussi le comportement d'investissement des entreprises. Si ma valorisation boursière est bien orientée, pourquoi ne pas consentir à une augmentation de capital qui m'apporterait de l'argent frais et me permettrait d'investir davantage ? Après tout, les marchés me font confiance. Inversement, dans le cas d'une désaffection en bourse, l'entreprise peut accuser le coup et se dire qu'il vaut mieux moins investir. L'opinion des marchés financiers rejaillit sur l'investissement productif des entreprises et elle en amplifie le mouvement, causant ici des épisodes de suraccumulation et là des moments de sous-accumulation. L'instabilité de la convention financière contamine l'économie réelle et la domine toujours. Cela est d'autant plus dommageable que les opinions de la finance reposent sur du vent, et non sur une quelconque valeur fondamentale. Ce qui gouverne la convention financière, ce sont les phénomènes de psychologie des foules, des comportements mimétiques où chacun regarde l'autre pour se forger un avis. À la veille de la crise des *subprimes*, l'ensemble des agences de notation, censées dire le « vrai » sur les marchés financiers, pensaient que les produits *subprimes* étaient de très bonne qualité. Le lendemain, toutes affirmaient l'inverse. De même, la myopie des marchés financiers a longtemps considéré dans les années 2000 qu'il n'était pas plus risqué de prêter à l'État grec que de prêter à l'État allemand : l'écart de taux d'intérêt entre les deux dettes publiques était quasiment nul. On ne compte plus les exemples où les marchés financiers se sont lourdement trompés dans leurs appréciations. Dès lors, il est bien délicat de confier à de telles girouettes le soin de guider les perspectives d'investissement à long terme qui dessinent l'économie de demain...

Les débats sur le court-termisme des actionnaires ont suscité une littérature empirique abondante sur le court-termisme des firmes en liaison avec leur cotation sur le marché boursier ou la présence d'actionnaires impatientes dans leur capital. Que ce soit aux États-Unis

ou en Europe, les entreprises qui sacrifient leurs projets d'investissement pour distribuer des dividendes et racheter leurs propres actions affichent des performances boursières de 50 % supérieures aux entreprises qui investissent beaucoup (OCDE, 2015, p. 46). Les marchés financiers valorisent clairement le court-termisme. Aux États-Unis, les effets du court-termisme sur les firmes sont aujourd'hui bien balisés (Asker *et al.*, 2015). Les cas européens sont peu ou pas étudiés ; Brossard *et al.* (2013) constituent la rare exception mais leur focalisation sur les dépenses de Recherche et Développement pour les firmes innovantes ne permet pas de généraliser leurs conclusions.

- Constitution d'une base de données pour apprécier

le court-termisme

Afin d'éclaircir l'effet microéconomique des différents types d'actionnaires sur le niveau d'investissement et la gestion de l'emploi des firmes européennes au cours des années 2000, nous avons constitué une base de données sur les caractéristiques des actionnaires de ces firmes. En retenant un indice boursier représentatif des places financières européennes (Eurostoxx600 sur la période 1999-2013), on obtient un échantillon de près de 900 sociétés non financières représentant plus de 9 000 observations, avec en moyenne 650 sociétés par an. Des données précises sur la propriété, et notamment sur les investisseurs institutionnels américains et européens, sont obtenues auprès de *Thomson One Banker Ownership*, TOBO (Thomson Reuters).

Au sein des différents types d'actionnaires, nous distinguons les entités stratégiques (*Strategic Entities*, SE, représentant des familles, l'État, ou d'autres sociétés non financières) des gestionnaires d'actifs (*Investment Managers*, IM, représentant essentiellement les fonds mutuels). Ces gestionnaires d'actifs, en anglais *money managers*, gèrent essentiellement l'épargne qui leur est déléguée par les fonds de pension et les compagnies d'assurances. Parmi ces *money managers*, les investisseurs « patients » sont séparés des « impatientes » en suivant la typologie dressée par Brossard *et al.* (2013). Ces auteurs définissent les investisseurs impatientes comme ceux qui font tourner l'intégralité de leur portefeuille en moins de deux ans.

- L'emploi dépendant de la proximité des actionnaires...

De manière générale, lorsque leur chiffre d'affaires augmente, les sociétés non financières tendent à accroître leur nombre d'employés, et inversement, un choc négatif sur les ventes se traduit en moyenne par une diminution de l'emploi. Statistiquement, cette sensibilité de l'emploi aux ventes s'accroît pour les firmes dont l'actionnariat est principalement constitué de *money managers*. Qui plus est, cette sensibilité accrue de la variation de l'emploi aux variations des ventes n'est valable que pour les chocs négatifs. Autrement dit, quelle que soit la structure actionnariale, les firmes augmentent leur niveau d'emploi en période de croissance des ventes : quand la demande va, tout va. Mais une chute du chiffre d'affaires se répercutera plus fortement en suppression d'emplois pour les firmes dont l'actionnariat est surtout composé de gestionnaires d'actifs. À l'inverse, les sociétés dont les principaux actionnaires sont des familles protègent davantage l'emploi en cas de ralentissement des ventes : le vieux fonds de paternalisme du capitalisme familial est préférable à l'anonymat du gérant de fonds. Ce résultat est confirmé par d'autres auteurs sur un échantillon mondial (Ellul *et al.*, 2013) et sur des données françaises très détaillées (Bassanini *et al.*, 2011).

- ... l'investissement subordonné à la patience des actionnaires

Dans un second temps, nous analysons la sensibilité de l'investissement aux versements de dividendes. De manière générale, statistiquement, plus les versements de dividendes sont élevés, plus le niveau de l'investissement dans des actifs productifs diminue. On retrouve ici

les résultats de Hecht (2014) sur un échantillon plus important de pays développés et en développement. Mais dans notre étude, la sensibilité de l'investissement aux versements de dividendes est plus forte pour les sociétés caractérisées par un actionnariat dominé par des *money managers* impatients relativement à des actionnaires patients, que ces derniers soient des *strategic entities* ou des *investment managers* n'important guère. Le court-termisme des investisseurs se répercute donc sur le court-termisme des firmes en matière d'investissement : les actionnaires de court terme sacrifient l'investissement productif et les perspectives de survie à long terme de l'entreprise, parce qu'ils ne seront plus engagés dans l'entreprise quand cette fragilité -économique se réalisera. Le comportement de prédateur extrait de la valeur de l'entreprise, avant d'aller placer son capital financier ailleurs.

En guise d'exemples à cette contradiction entre investissement et marchés financiers, trois sociétés belges (Pairi Daiza, Spadel et CMB) ont récemment décidé de sortir de la cotation en bourse. L'entreprise Dell avait aussi opéré pareil retrait en 2013, son fondateur, Michaël Dell, décidant de racheter l'ensemble des actions de son entreprise par endettement. L'argument avancé par les dirigeants de ces entreprises était clair : les investissements lourds et innovants décidés par les trois sociétés vont peser sur la rentabilité à court terme, et cela n'est pas compatible avec une cotation en bourse. Bien évidemment, ce retrait de la cote est facilité par le bas niveau des taux d'intérêt qui permet de racheter à moindres frais les actions encore en circulation. Non seulement la bourse n'est pas nécessaire au développement de ces entreprises qui disposent de réserves et de capacité d'endettement importantes, mais elle est surtout un obstacle à l'engagement d'investissements à long terme.

Le court-termisme du marché boursier ou de certains investisseurs institutionnels et leurs effets néfastes sur l'investissement productif sont des faits désormais incontestables qui doivent être mis en perspective avec la faiblesse de la contribution des actionnaires au financement des firmes.

### *Des marchés qui ne financent plus l'entreprise*

On l'a vu, certains actionnaires sont néfastes... mais l'entreprise a besoin d'eux pour financer son développement : leurs comportements seraient alors à prendre comme un mal nécessaire (court-termisme notamment) pour un bien (financement de l'entreprise). Sauf que la balance entre les maux actionnariaux et leurs bienfaits est clairement déséquilibrée : les entreprises ne se financent que très peu sur les marchés financiers. Le pouvoir des actionnaires est donc disproportionné par rapport à leur contribution au financement des entreprises. Dans certains cas extrêmes, cette contribution est même devenue négative !

Schématiquement, rappelons-le, les entreprises peuvent se financer de trois manières : soit elles -s'endettent, auprès des banques (crédits) ou des marchés financiers (émissions d'obligations) ; soit elles augmentent leur capital en sollicitant les marchés financiers, c'est-à-dire en émettant de nouvelles actions ; soit elles s'autofinancent, en puisant dans les profits réalisés lors des exercices précédents.

Chacune de ces modalités de financement présente des avantages et des inconvénients pour l'entrepreneur. Le crédit permet aux entreprises de conserver une -relation personnelle avec une banque. Ainsi, le capitalisme allemand doit une part de sa solidité aux relations privilégiées nouées entre ses banques et ses entreprises, le milieu financier accompagnant à long terme le développement des projets industriels (Albert, 1991 ; Beffa, 2012). Des entreprises bien établies peuvent aussi se tourner vers l'émission d'obligations quand le crédit bancaire se fait trop cher et/ou trop rare. Mais le banquier peut hésiter à s'engager dans des projets trop innovants. Pour contourner cette prudence bancaire, des acteurs spécialisés sur le marché financier<sup>19</sup> sont susceptibles d'offrir des financements aux *start-ups* (via des fonds de

capital-risque (*private equity*)). Cependant, les nouveaux actionnaires s'avèrent parfois très (trop ?) gourmands en rémunération, et ils peuvent aussi s'immiscer de manière (trop ?) importante dans l'orientation de l'entreprise. Au bout du compte, le plus de l'autofinancement est qu'il permet de ne pas subir l'ingérence de financiers extérieurs dans la direction de l'entreprise. Néanmoins, s'émanciper de la finance externe (endettement et actions) suppose d'avoir déjà dégagé un trésor de guerre (finance interne).

Concrètement, quelles sont les préférences exprimées par les entreprises ? Aux États-Unis tout d'abord, au niveau macroéconomique, les émissions d'actions ne sont plus un moyen de financement : les rachats -d'actions supplantent les émissions de nouvelles actions par les entreprises. Désormais, ce sont les entreprises qui financent les marchés. Sur les 30 dernières années, pour chaque dollar investi par les entreprises non financières dans des actifs productifs, 17 cents ont été reversés aux actionnaires sous la forme de rachats nets d'actions (Hecht, 2014). On pourrait bien sûr objecter que le capitalisme américain est particulier et que l'Europe est bien loin de ce fonctionnement absurde... Il n'en est rien : la vieille Europe suit l'exemple du Nouveau Monde financiarisé.

Premier constat, la finance européenne est dominée par une situation d'autofinancement (Tableau 1). En effet, la finance interne constitue 70 % des ressources des sociétés non financières. L'endettement net correspond à près de 20 % des ressources totales alors que les émissions nettes d'actions sont proches de 10 %. Dans les cas extrêmes, par exemple, au Royaume-Uni, les ressources financières internes ont financé le désendettement et les rachats nets d'actions. De 1995 à 2012, la finance externe n'a rien apporté aux sociétés non financières britanniques. L'Irlande est un cas totalement à part : un très fort endettement a servi essentiellement au rachat d'actions.

Dans la plupart des pays européens, l'auto-financement a permis de financer l'intégralité de l'investissement. S'en réjouir serait une erreur. Le *financing gap* désigne la différence entre les investissements et la finance interne. Avec une finance interne représentant 82 % des investissements, l'Autriche présente ainsi un *financing gap* de 18 % qu'elle doit combler par de la finance externe (crédits, obligations, actions). Mais avec une finance interne représentant 121 % des investissements, le Danemark présente un *financing gap* négatif de -21 %. Cela traduit manifestement un manque d'investissement tant dans les pays européens touchés de plein fouet par la crise de 2008 (Espagne, Portugal, Grèce, Irlande, l'Italie se démarquant de ces pays) que pour les pays nordiques traditionnellement érigés en exemples (Danemark, Finlande, Suède, Norvège). On peut craindre que ces pays, qui présentent donc un *financing gap* négatif, ne soient entrés dans une dynamique de *downsize and distribute* : les projets -d'investissement sont réduits et les profits sont distribués aux actionnaires. En effet, en moyenne (hors Irlande), pour chaque euro d'investissement productif réalisé, 46 centimes ont été versés aux actionnaires sous la forme de dividendes. Ces tendances macroéconomiques soulignent la faiblesse structurelle du financement par actions dans les économies européennes.

Un tel constat est grave, même si les flux présentés dans le tableau 1 ne rendent pas compte du stock de capital-action immense accumulé depuis plusieurs décennies par les actionnaires : un capital-action qui lors de son émission a contribué au financement réel des firmes. Clairement, ce processus de financement par la bourse n'existe plus depuis le début des années 1980 aux États-Unis. Et depuis au moins vingt ans en Europe, celui-ci est à un niveau très faible.

**Tableau 1 : Ressources financières des sociétés non financières en Europe, moyenne de 1995 à 2012**

Pays	Ressources financières (en % du total des ressources)			Ressources financières (en % de l'investissement)			Dividendes nets	
	Finance interne	Finance externe		Finance interne	Finance externe		Total (en % de l'investissement)	
		Endettement net	Émissions nettes d'actions		Endettement net	Émissions nettes d'actions		
Autriche <sup>1</sup>	68 %	22 %	11 %	82 %	28 %	25 %	135 %	33 %
Belgique	55 %	14 %	32 %	101 %	38 %	75 %	214 %	43 %
Danemark <sup>2</sup>	94 %	7 %	-1 %	121 %	37 %	7 %	164 %	0 %
Finlande	82 %	16 %	2 %	140 %	34 %	4 %	178 %	39 %
France	58 %	24 %	19 %	85 %	40 %	31 %	156 %	37 %
Allemagne	81 %	6 %	13 %	95 %	10 %	18 %	123 %	94 %
Grèce <sup>3</sup>	64 %	24 %	12 %	146 %	65 %	30 %	241 %	67 %
Irlande <sup>4</sup>	313 %	570 %	-783 %	134 %	156 %	-44 %	246 %	155 %
Italie	61 %	26 %	12 %	76 %	34 %	16 %	126 %	92 %
Pays-Bas	72 %	16 %	12 %	161 %	39 %	29 %	229 %	21 %
Norvège	62 %	27 %	11 %	109 %	53 %	19 %	182 %	70 %
Portugal	46 %	33 %	20 %	65 %	51 %	28 %	143 %	35 %
Espagne <sup>3</sup>	56 %	27 %	17 %	69 %	49 %	22 %	140 %	16 %
Suède	68 %	15 %	17 %	121 %	37 %	35 %	192 %	17 %
RU	103 %	-2 %	-1 %	120 %	34 %	7 %	161 %	54 %
Moy.	80 %	43 %	-23 %	107 %	44%	22%	173%	51%
Moy. hors Irlande	69 %	18 %	13 %	106 %	38 %	25%	170 %	46 %

Sources : D'après Eurostat, comptes consolidés, calcul des auteurs. 1) première année disponible 1996, 2) première année disponible 2003, 3) première année disponible 2000, 4) première année disponible 2002.

Les ressources financières des entreprises sont la somme de la finance interne et de la finance externe (endettement net et émissions nettes -d'actions). La finance interne correspond à l'épargne brute. -L'investissement correspond à la Formation brute de capital fixe (FBCF). L'endettement net correspond à l'endettement diminué du -désendettement. Les émissions nettes d'actions correspondent aux émissions d'actions diminuées des rachats d'actions. Les dividendes nets correspondent aux dividendes versés diminués des dividendes reçus.

Lecture : La finance interne représente 58 % des ressources des entreprises non fin. en France en moy. de 1995 à 2012. Les entreprises ont contracté de nouveaux emprunts plus qu'elles n'en ont remboursé d'anciens, à hauteur de 24 % de -l'ensemble de leurs ressources, ou à hauteur de 40 % des dépenses d'inv. Le total des ressources fin. représente 156 % des dépenses d'inv. La différence entre les dividendes distribués par les entreprises et les dividendes reçus s'élève à 37 % des dépenses d'inv.

Ces données sont à prendre au sérieux. Elles permettent de se représenter les modes de financement des entreprises et de combattre le mythe d'actionnaires qui financeraient les entreprises et seraient donc en droit de réclamer des dividendes importants, à hauteur de leurs contributions. Répétons-le : l'auto-financement est la principale ressource pour les firmes, l'endettement étant quant à lui la principale source de financement externe, les actions ne jouant qu'un rôle marginal dans l'apport de capitaux aux sociétés non financières européennes. Or, contre toute logique, ce sont bien les actionnaires qui ont la part belle dans les décisions des entreprises : ce sont eux en particulier qui parviennent à se faire octroyer de généreuses distributions de cash (sous forme de dividendes et de rachats d'actions).

Les actionnaires sont devenus à la fois tout-puissants (organisation de la gouvernance), impatients (recherche de la liquidité) et avarés (faiblesse du financement par action). Le point atteint par le développement de cette tendance est aujourd'hui critique, si bien que même des investisseurs financiers commencent à s'en inquiéter. Ainsi, Larry Fink, le PDG de BlackRock, le plus important des gestionnaires d'actifs du monde avec plus de 4 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion, a adressé en mars 2014 une lettre aux PDG des plus grandes entreprises américaines, puis a récidivé en avril en envoyant la même lettre

aux PDG des 150 plus grosses entreprises européennes, pour renouveler sa mise en garde un an plus tard. Le contenu de ces missives est clair : « rendre du cash aux actionnaires doit faire partie d'une stratégie équilibrée ; cependant, lorsque c'est fait pour de mauvaises raisons et au détriment de -l'investissement productif, cela peut mettre en danger la capacité de l'entreprise à générer du rendement à long terme » (*Wall Street Journal*, 26 mars 2014). À force de tout miser sur une rentabilité financière de court terme et de distribuer une part trop importante des profits présents, les entreprises compriment les projets d'investissement, ce qui fragilise leur capacité à dégager des profits dans l'avenir. Si le premier des financiers trouve que la finance a poussé le bouchon trop loin, il ne s'agit pas pour autant de s'inquiéter pour le sort des ouvriers : plus que les conditions de travail ou l'emploi, ce qui inquiète BlackRock c'est le risque de ne pas avoir du « rendement à long terme » ; il faut s'attaquer au court-termisme pour sauver le capitalisme.

## 2. Les ravages au niveau macroéconomique : la financiarisation, ennemie de la croissance et de l'emploi

On l'a vu, la finance a installé le point de vue d'actionnaires en quête de liquidité à la tête des entreprises. Avec une telle gouvernance, les investissements s'étiolent et les entreprises doivent se recentrer sur les métiers les plus rentables à court terme. Mais les ravages de la financiarisation ne s'arrêtent pas à la frontière des entreprises. Quand l'ensemble des firmes réduisent leurs projets d'investissements, la croissance se tasse, la productivité faiblit et c'est toute l'économie qui ralentit. Le chômage qui en résulte n'est que l'ultime symptôme d'une financiarisation incontrôlée. Encadrer la finance est un impératif pour les pouvoirs publics, s'ils souhaitent favoriser l'avènement d'un régime macro-économique favorable à l'emploi.

### *La taille de la finance en question au niveau macroéconomique*

Pendant longtemps, le consensus parmi les économistes du courant orthodoxe était que la finance favorisait la croissance. Les raisons pour ce lien positif entre finance et croissance de long terme soulignaient l'amélioration de l'information sur les emprunteurs, de la gouvernance des entreprises, et de la répartition des risques. Plus de finance permettrait de faire coïncider les préférences des épargnants avec celles des -investisseurs, ou renforcerait la capacité de mobiliser l'épargne collective pour des projets d'investissement d'envergure. De plus, si des déséquilibres apparaissaient sur les marchés financiers, ils s'effaceraient naturellement avec le temps. Grâce à toutes ces qualités, la finance permettrait de tendre vers une allocation optimale des capitaux disponibles en faveur des meilleurs projets. Sur le plan politique, il convenait de n'opposer aucune limite aux marchés pour renforcer la croissance économique.

De très nombreuses études empiriques académiques et institutionnelles (OCDE, FMI) ont cherché à mettre en évidence cette corrélation. Pourtant, aucune n'a réussi à démontrer ce lien positif. « Le manque de preuves publiées peut être interprété comme une preuve du manque de corrélation », conclut Zingales (2015, p. 11).

Depuis la crise démarrée en 2007-2008, outre l'avertissement de Larry Fink (cf. p. 120), de nombreux observateurs ont perçu les abus de la finance. Du côté des régulateurs, l'ancien gouverneur de la Réserve fédérale américaine, Paul Volcker déclare dans le *Wall Street Journal* du 14 décembre 2009 qu'il souhaiterait « qu'on lui donne ne serait-ce que la moindre preuve neutre que l'innovation financière a conduit à la croissance économique. » Dans l'interview, il poursuit en racontant une anecdote saisissante, selon laquelle l'un des inventeurs de l'ingénierie financière, prix Nobel d'économie, lui aurait confié que l'ingénierie financière ne faisait rien pour la productivité, qu'elle ne servait qu'à déplacer des rentes dans le système financier et que son utilité relevait d'un « amusement intellectuel ». Pour P.

Volcker, ces innovations financières – les Credit Default Swaps (CDS), les Collateral Debt Obligations (CDO)... – ne font pas que déplacer des rentes dans le système financier, elles les augmentent. Il conclut que la seule innovation financière qui ait vraiment une utilité pour les ménages est le distributeur automatique de billets. Outre-Manche, Lord Adair Turner, directeur de la *Financial Services Authority* (équivalent de l'Autorité des marchés financiers) en 2009, déclarait de son côté que « toutes les innovations financières ne sont pas utiles [...], un système financier plus gros n'est pas forcément un meilleur système » (*Financial Times* du 23/09/2009).

De manière encore plus virulente, l'actuel gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, a dénoncé le 21 septembre 2015 dans un discours intitulé qu'il appelle les « trois mensonges de la finance ».20

Premièrement, la finance n'apprend pas de ses erreurs, faisant aveuglément confiance dans les innovations financières qui permettraient que « cette fois, ce sera différent », et que les dettes qui s'accumulaient ces trente dernières années étaient soutenables. Deuxièmement, M. Carney affirme que « les *policymakers* ont été capturés par le mythe selon lequel la finance peut se réguler et s'ajuster d'elle-même spontanément ». D'une part, cette foi empêche de percevoir l'émergence des bulles, puisque les prix de marché sont censés refléter la « vraie » valeur. D'autre part, elle attribue tout déséquilibre à une incomplétude des marchés, poussant à la mise en place de nouveaux marchés comme solution à l'instabilité. M. Carney en profite pour adresser une charge violente contre les économistes orthodoxes, puisqu'il affirme que « les marchés ne s'équilibrent que dans les manuels », le monde réel n'ayant pas -grand-chose en commun avec « l'absurdité des hypothèses » de leur modèle de base. Troisièmement, M. Carney affirme que « laissés sans surveillance, les marchés sont susceptibles d'excès et d'abus ». En particulier, « les marchés financiers confondent trop facilement les fins et les moyens ». Par conséquent, les marchés ne sont pas moraux, et il ne faut pas essayer de leur demander de l'être, il faut les contrôler. Dans un vocabulaire qui rappelle celui que nous développons au chapitre 1, M. Carney affirme que « les marchés doivent conserver le consentement de la société pour opérer », consentement que les récents scandales (manipulation du Libor) ont fragilisé. M. Carney plaide pour que la finance repasse « son permis social », c'est-à-dire qu'elle se soumette à nouveau au contrôle de la société.

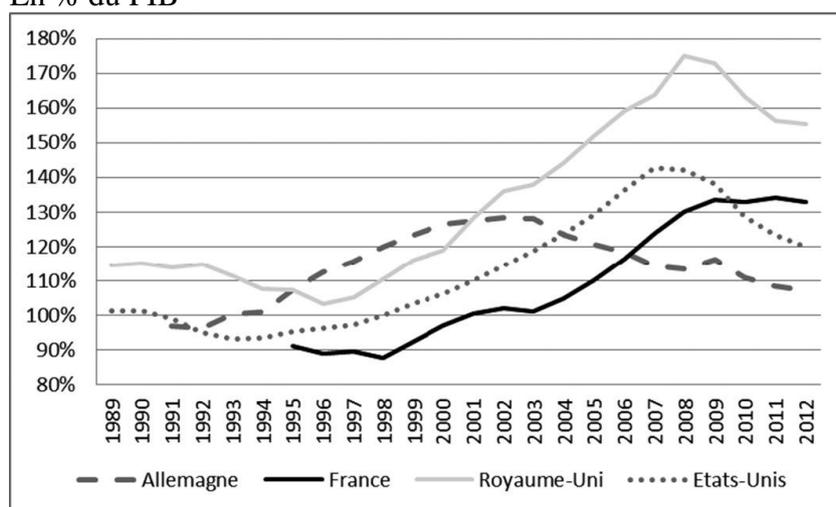
Récemment, Benoît Cœuré, alors membre du directoire de la Banque centrale européenne, s'est interrogé sur cette liaison positive entre finance et croissance. Pour lui, la taille du secteur financier peut devenir excessive et menacer la stabilité économique, même s'il est difficile de déterminer un point de retournement. Synthétisant les dernières avancées en la matière, il souligne le développement, au sein des banques, d'activités financières qui ne relèvent pas de l'intermédiation financière. Le rapport sur la stabilité financière mondiale du FMI (2014b) ne disait pas autre chose, s'inquiétant que les banques aient accru leurs prises de risque financier (acquisition d'actifs financiers), au détriment de leur prise de risque économique (financement de l'investissement productif par l'intermédiation financière). B. Cœuré met également en avant l'extraction d'une rente par le secteur financier. Les salaires versés dans la finance ont trop augmenté, et cela a détourné les compétences vers ce secteur, au détriment de l'économie productive et de l'ingénierie (Philippon et Reshef, 2012 ; Kneer, 2013). Une autre raison avancée pour expliquer la nocivité d'un secteur financier hypertrophié est que les crédits accordés par les banques n'ont pas été destinés à l'investissement productif des entreprises, mais à l'investissement immobilier des ménages (Jorda *et al.*, 2014). B. Cœuré accuse également la concurrence entre banques d'être responsable d'une trop grande prise de risque par des établissements engagés dans la course à la rentabilité. Enfin, il indique que la complexité du secteur financier s'accroît avec sa taille, de sorte qu'il est plus difficile pour les régulateurs d'en comprendre les enjeux et d'en stopper les excès.21

Au-delà de ces graves critiques, les récessions consécutives à une crise financière sont devenues plus profondes et plus longues que les récessions classiques (Reinhart et Rogoff, 2014). Le développement de la finance expose donc l'économie à un ralentissement long et marqué. De manière à anticiper leur survenue, Schularick et Taylor (2012) proposent de faire du taux de croissance des crédits un indicateur de prévision des crises financières. La taille du secteur financier devient un indicateur du risque financier. De là à s'interroger sur la boursouflure de la finance, il n'y a qu'un pas.

D'après des travaux économétriques, le secteur financier serait trop gros, dès lors que les crédits aux ménages et aux entreprises franchissent le seuil de 100 % du Produit intérieur brut (Arcand *et al.*, 2012) ou dès lors que les emplois dans la finance dépassent 3,5 % de l'emploi total (Cecchetti et Kharroubi, 2012). En considérant l'emploi du secteur financier au sens large aux États-Unis – 6 % avant la crise –, ce seuil est largement dépassé, les États-Unis sont donc entrés depuis longtemps dans la zone de nuisance de la finance. Quand on s'intéresse à la part des dettes privées dans le PIB, là aussi la cote d'alerte est dépassée, et pas seulement aux États-Unis : le Royaume-Uni bien sûr, mais aussi l'Allemagne ou la France ont une dette privée qui dépasse la borne des 100 % du PIB (Figure 10). L'évolution britannique est particulièrement saisissante, puisque la dette privée y est passée d'à peine plus de 100 % du PIB en 1996 à plus de 170 % en 2008-2009, pour redescendre ensuite, à un niveau qui reste cependant supérieur à 150 %.

Figure 10 : Endettement des ménages et des sociétés non financières, 1989-2012

En % du PIB



Source : OCDE, table 1 pour le PIB et table 720 pour les dettes (calculs par nos soins).

Avec une approche hétérodoxe, d'autres auteurs estiment que la finance a grossi en développant des activités sans utilité sociale, voire avec une utilité négative. La multiplication des activités financières ne ferait parfois que permettre d'extraire davantage de revenus de l'économie réelle, sans apporter de service supplémentaire. Les chaînes de plus en plus longues de délégation de gestion d'actifs autorisent chaque maillon de la chaîne à se rémunérer au passage (*fees*), sans que les fonds allant à l'économie ne soient plus importants que dans le cadre d'une intermédiation faisant intervenir moins d'acteurs. L'une des sources de la progression de ces commissions réside dans la protection organisée par le secteur bancaire contre les variations de taux d'intérêt et de taux de change. Lorsque la finance était strictement encadrée et que ces taux étaient pilotés par les pouvoirs publics, il n'était pas nécessaire de se prémunir contre leur instabilité. Aujourd'hui, la valeur des trans-actions sur les marchés dérivés<sup>22</sup> et de change représente ainsi près de 95 % des transactions financières et non financières totales dans le monde, alors que la valeur des transactions non financières,

celles de l'économie réelle (le PIB mondial), en représente seulement 2 %, le reste consistant en des transactions financières sur les marchés actions, par exemple (Morin, 2011, p. 30). Depuis la libéralisation financière, les risques financiers liés aux variations de change et de taux d'intérêt alourdissent le coût de financement pour l'économie réelle.

Des travaux récents cherchent à mesurer la taille de l'excroissance financière (Epstein et Crotty, 2013). Pour démarrer, les auteurs considèrent le besoin de financement externe des sociétés non financières américaines. Ce besoin, nommé aussi le *financing gap*, représenterait le service rendu par le secteur financier à l'économie réelle. Les auteurs proposent donc de rapporter le montant des revenus perçus par le secteur financier au *financing gap*. Les chiffres, certes rudimentaires, sont sans appel : « Le secteur financier a extrait davantage de revenus relativement aux financements qu'il a fournis à l'économie réelle depuis l'après-guerre. En particulier, pour chaque dollar de *financing gap*, le secteur financier a reçu en moyenne 30 cents en 1946-1959, puis 1,09 dollar dans les années 1990 et 1,74 dollar dans les années 2000. Cette analyse suggère que le secteur financier pourrait être 4 fois plus gros – par rapport aux années 1960 – que ce qui est requis pour financer l'activité économique réelle ». Désormais, la grande majorité des revenus des institutions financières provient des activités de *trading*. Les banques préfèrent faire du profit par l'achat et la revente de titres plutôt que par le financement de l'économie réelle. Voilà ce qui arrive quand les banquiers, hypnotisés par des néons clignotants et des promesses d'argent facile, oublient leur métier pour entrer au casino... établissement dans lequel ils se croisent de plus en plus au point de générer un entre-soi pervers : entre 1950 et 1980, les prêts internes au secteur financier représentaient une moyenne de 10 % des prêts totaux du secteur financier ; dans les années 2000-2010, ces prêts internes atteignent plus de 35 % du total des prêts (Montecino *et al.*, 2014). Les financiers -s'octroient des prêts entre eux pour spéculer et acheter des actifs déjà existants, sans rien apporter de plus à l'économie réelle. D'une certaine façon, la finance a oublié l'économie réelle : elle tourne en vase clos. On aurait l'image d'une hernie financière qui gonfle en se nourrissant d'elle-même.

Un tel constat n'est pas nouveau (voir chapitre 1). Le poids de la finance a épousé les grandes évolutions du capitalisme : la part de l'industrie financière dans le PIB était élevée dans les années 1920, puis faible entre 1950 et 1960, avant d'atteindre des sommets à partir de 1990. Dans les périodes de dérégulation financière, les salaires du secteur financier distancent ceux du reste de l'économie. Dans les années vingt, époque où la régulation financière était lâche, les salaires dans la finance étaient en moyenne 60 % plus élevés que dans le reste de l'économie. Avec les Trente Glorieuses, la régulation financière se renforce, les emplois du secteur financier sont moins hautement qualifiés, et surtout moins bien rémunérés ; les différences entre secteurs s'estompent. À partir de 1980, la finance, à nouveau dérégulée, entraîne ainsi le développement d'activités financières sophistiquées et attire les meilleurs ingénieurs et mathématiciens ; leurs salaires explosent, dépassant de 70 % ceux du reste de l'économie.

Le destin d'une bulle, c'est d'éclater. Suite aux excès financiers dans les années 1920, le krach de 1929 était venu rappeler que les arbres ne montent pas au ciel et que la finance laissée à elle-même conduit à la crise. La leçon de cet épisode avait été retenue : dès le milieu des années 1930, la finance avait subi un encadrement strict, avec notamment des entraves à la mobilité des capitaux et des salaires plus modestes dans le secteur financier. Étonnamment, ce fut aussi durant cette période où la finance était le plus encadrée que les crises financières furent le plus rares... Dès les années 1970-1980, la leçon fut oubliée, avec résurgences des crises et développement des salaires comme conséquences à la dérégulation financière. Le faisceau d'indices converge pour désigner la financiarisation comme responsable et de l'envol des salaires dans la finance, et de la -récurrence des crises financières. Toujours à porter au

débit de la financiarisation, de nombreux éléments à verser au dossier proviennent d'une analyse macroéconomique détaillée.

### *Un régime d'accumulation profondément dépressionnaire*

La période de dérégulation financière n'est pas une franche réussite sur le plan macroéconomique : investissement à l'arrêt, croissance amorphe, emploi en berne, voilà résumées les performances de la financiarisation. À l'opposé des Trente Glorieuses (1945-1975), la dérégulation financière a fait vivre à nos économies Trente Piteuses, et même un peu plus (1980-2015). Au-delà de leurs exagérations, ces expressions posent le débat : nous allons comparer ici les performances macroéconomiques de ces deux périodes en termes de production. En comptabilité nationale, cette dernière n'est rien d'autre que la somme de la dépense privée (ménages et entreprises), de la dépense publique (consommation et investissement) et de la dépense du reste du monde.

#### • La dynamique keynésienne... et sa remise en cause

Après 1945, la dynamique macroéconomique reposait sur les moteurs traditionnels de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises. La *consommation* des ménages pouvait être dynamique car elle était portée par le compromis fordiste, compromis alignant les augmentations de salaire sur le rythme des gains de productivité. Du côté de *l'investissement*, la dynamique était incarnée par les dirigeants d'entreprises se comportant comme des constructeurs d'empires. Bien sûr, la dynamique de la consommation renforçait aussi celle de l'investissement : les entreprises accumulent davantage d'équipements productifs quand elles parviennent à faire croître leurs ventes grâce à des consommateurs dont les revenus grimpent régulièrement. Du côté des *dépenses publiques*, la contribution est aussi positive : d'une part, parce qu'on observe la montée de dépenses publiques pour couvrir de nouveaux besoins qui se développent avec l'enrichissement général (santé, enseignement supérieur notamment) ; d'autre part, parce que les contraintes pesant sur la dépense publique sont faibles grâce à un financement facilité par la croissance économique solide. Sur le plan *extérieur*, la concurrence n'est pas trop vive pour les pays occidentaux, car les nouveaux pays industrialisés d'Asie (Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taiwan) ne sont pas encore suffisamment industrialisés, à l'exception notable du Japon dont la montée en puissance semble à l'époque inexorable.

Mais au début des années 1970, tout s'interrompt. À l'origine, sur le plan économique, l'épuisement du modèle d'après-guerre ; mais aussi, sur le plan théorique, le retour de l'idéologie du tout marché. *Côté économique*, la croissance fordiste ralentit dès la fin des années 1960. Les salaires restent sur une trajectoire dynamique alors que les gains de productivité commencent à ralentir. S'ensuit une dégradation de la part des profits dans la valeur ajoutée. En réaction, les entreprises diminuent l'investissement, ce qui renforce le ralentissement des gains de productivité. Le conflit de répartition s'accroît avec le choc pétrolier de 1973, travailleurs et entreprises cherchant à préserver leur part respective dans la valeur ajoutée. L'inflation dérape et les politiques macroéconomiques traditionnelles s'avèrent incapables de régler la conjoncture dans une économie qui s'ouvre de plus en plus sur l'international. *Sur le plan théorique*, cette inefficacité des politiques économiques keynésiennes permet aux partisans du libre marché de retrouver de l'audience, en particulier auprès de Ronald Reagan et de Margaret Thatcher. L'échec des politiques de relance est l'occasion de proclamer l'invalidité de toute la pensée keynésienne. L'urgence est alors de déréguler l'activité économique, de faire reculer l'État au profit du marché, d'abattre les barrières imposées à la finance depuis les années 1930.

- Reconfiguration de l'environnement institutionnel

Dans la longue liste de réformes financières, une cohérence se dégage : les années 1970 sont celles de la levée du contrôle public des taux de change, avec la disparition du système de changes fixes de Bretton Woods ; les années 1980 voient les pouvoirs publics abandonner aux marchés le contrôle des taux d'intérêt ; les années 1990 consolident le pouvoir actionnarial dans la gouvernance par l'édiction de codes de bonnes conduites et le démantèlement des dispositifs limitant le contrôle des actionnaires ; les années 2000 poussent au développement frénétique des produits dérivés dont l'objet est de s'assurer contre les risques d'instabilité des taux de change et d'intérêt. À titre d'exemple, citons aux États-Unis la levée du pilotage des taux d'intérêt par les pouvoirs publics, avec l'abrogation en 1986 de la réglementation Q qui plafonnait les taux d'intérêt. En France, les mesures arrivent en grappe dès le milieu des années 1980 : loi bancaire déréglementant le métier de la banque en 1984, diminution de l'importance des taux bonifiés dès 1985, privatisation des principales banques dès 1986, suppression de l'encadrement du crédit en 1987, fin du contrôle des changes en 1989...

Toutes les réformes ne concernent pas que le secteur financier. Des changements radicaux interviennent sur les finances publiques ou le marché du travail dès la fin des années 1970 : limitation des dépenses publiques, conduite d'une politique monétaire rigoureuse, financement public par des mécanismes de marché qui disciplineront l'État, suppression de l'indexation salariale, individualisation des négociations salariales, renforcement du contrôle dans la distribution des aides sociales tout en exonérant le plus possible les entreprises du poids des « charges » sociales...

Ce changement d'orientation des politiques économiques, avec la priorité donnée à la lutte contre l'inflation, risquait de se traduire par une hausse du chômage... mais cette hausse du chômage pouvait justement être perçue par certains comme nécessaire pour réinstaller les capitalistes à la tête de leurs entreprises, alors que les Trente Glorieuses avaient progressivement contribué à installer un régime économique en partie socialisé. Le capitaliste qui revient à la tête des entreprises n'est pas le manager qui dirigeait l'entreprise dans l'ère fordiste, en cherchant la croissance avant tout, quitte à ce que cela se fasse au détriment d'une forte rentabilité. Non, le capitaliste qui arrive à la tête des entreprises est le représentant des actionnaires qui désormais vont sacrifier les -perspectives de croissance à l'impératif de rentabilité, bien aidé en cela par le système formé par la -financiarisation, la mondialisation et les politiques publiques.

- Le système mondialisation/financiarisation

La financiarisation est un moyen de remettre au centre du jeu économique les marchés financiers, plutôt que l'État. L'organisation de la mondialisation est un moyen également de renforcer le rôle des marchés, grâce à la concurrence accrue entre les entreprises sur les marchés des biens et des services, mais grâce aussi à la concurrence décuplée entre les travailleurs du monde entier sur les marchés du travail. Là où mondialisation et financiarisation font système, c'est que la liberté de mouvements des biens et services est reflétée par la liberté de mouvements des capitaux, qu'ils soient financiers (et notamment spéculatifs) ou productifs (délocalisations).

Financiarisation et mondialisation imposent ainsi l'idée d'un système économique « hors-sol », devant se plier à l'impératif de fluidité parfaite, sans filtre ou entrave à la mobilité. Les exemples sont légion où la liquidité contraint l'espace des possibles politiques : « Augmenter les impôts ? Mais vous n'y pensez pas, les riches vont fuir le pays » ; « Augmenter les salaires ? Cela conduirait à une baisse de compétitivité et à des -délocalisations » ; « Introduire une réforme bancaire stricte ? La place de Paris disparaîtra au profit de Londres »...

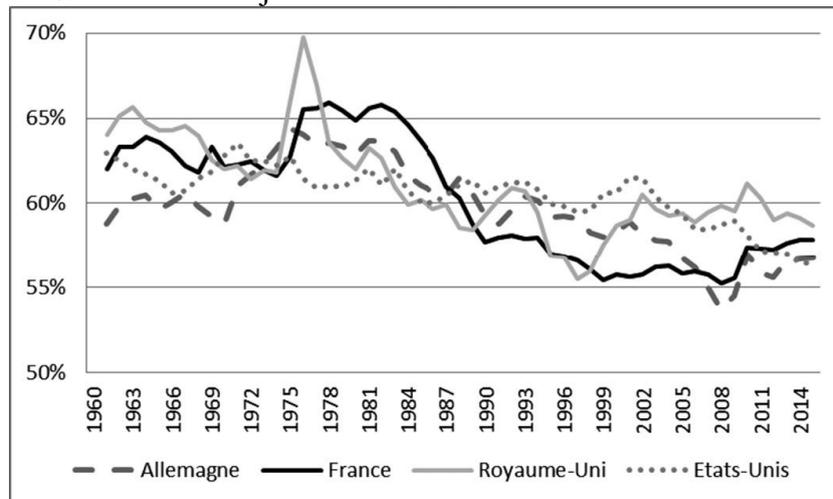
Un système économique devenu ainsi « fluide » deviendrait impossible à contrôler, sauf à installer des sas sur le parcours des flux économiques pour matérialiser le contrôle d'une puissance publique : la réglementation des marchés, quels qu'ils soient (financiers, des biens et services, du travail), vise précisément à édifier des points de passage obligatoires pour ralentir (voire bloquer) la mobilité des opérations économiques, et prendre le temps d'une réflexion sur ce qu'il convient de faire du point de vue de la collectivité, la délibération collective étant délicate face au mouvement continu.

- Une modification dans la répartition et la création de richesses

Financiarisation et mondialisation ont profondément modifié l'espace des possibles en termes de croissance économique. Tout d'abord en termes de répartition. La combinaison des politiques de désinflation salariale (désindexation des salaires de l'évolution des prix, attaques contre les syndicats... ) et la mise en concurrence par la mondialisation ont freiné les salaires. Le retour de l'actionnaire a joué dans le même sens : les exigences de rentabilité ont poussé à raffermir les taux de marge, de manière à pouvoir servir les dividendes requis par la financiarisation. Au bout du compte, la montée du taux de marge obtenue n'est que l'autre face de la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée (Figure 11). Cette forte baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée a été observée dans l'ensemble des pays développés. Si la part globale des salaires baisse, cela n'empêche pas les plus hautes rémunérations de s'envoler, notamment aux États-Unis.

Figure 11 : Évolution de la part des salaires dans la valeur ajoutée, 1960-2014

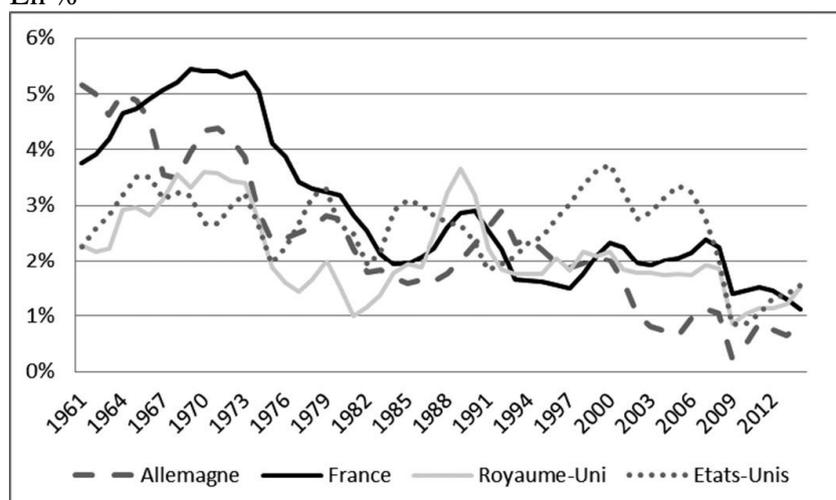
En % de la valeur ajoutée



Source : AMECO, base de données de la Commission européenne.

Avec des salaires en berne, la consommation assise sur les revenus du travail patine. L'investissement, moteur de la croissance économique, connaît également des ratés. Le ralentissement de la consommation n'incite pas les firmes à investir : pourquoi accroître les capacités de production quand les capacités existantes ne sont pas pleinement utilisées ? Mais plus fondamentalement, le tassement de l'investissement résulte surtout de la financiarisation. Le renforcement des exigences de rentabilité conduit à une sévère sélection des projets d'investissement. Seuls les projets dégagant des profits suffisamment élevés seront entrepris. Bien évidemment, les projets rapportant du 15 % de rentabilité sont plus rares que les projets n'en rapportant que 5 %.

Figure 12 : Évolution du taux d'accumulation \*, 1961-2014  
En %



Source : AMECO, base de données de la Commission européenne.

\* Le taux d'accumulation est le taux de croissance du stock de capital net.

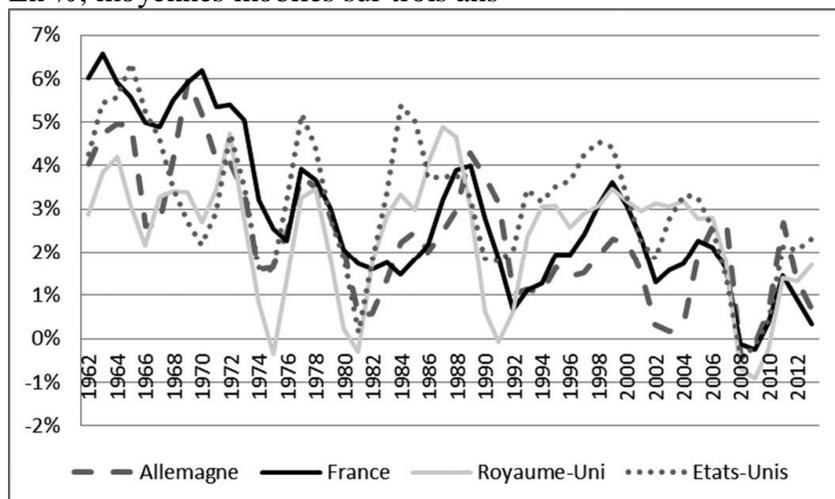
Le rythme de l'investissement, mesuré ici par le taux d'accumulation, a clairement faibli à partir des années 1970 (Figure 12). Ce ralentissement est plus marqué pour les pays européens que pour les États-Unis. Tout d'abord, l'impératif de la reconstruction d'après-guerre n'était pas de même intensité. Ensuite, une succession de booms dans les années 1990 (Nouvelles technologies de l'information et de la communication) et 2000 (immobilier), y ont temporairement maintenu le niveau d'accumulation.

Les deux dernières composantes du PIB, les dépenses publiques et le solde extérieur, ont également pesé sur la croissance au cours des années 1980. D'une part, les États ont été mis sous la surveillance des marchés financiers en raison du mode de financement des déficits. Conséquence de la mise sur le marché de la dette publique, les taux d'intérêt souverains peuvent augmenter si la politique gouvernementale déplaît aux marchés. D'autre part, mondialisation oblige, les pays développés ont dû affronter une contrainte extérieure féroce.

Minée par le ralentissement d'une consommation assise sur les salaires, la sélection drastique des projets d'investissement, la surveillance des dépenses publiques et les difficultés du commerce extérieur, la croissance économique a partout ralenti dans les pays développés. En dépit de fluctuations heurtées, une tendance à la baisse généralisée des taux de croissance se dessine clairement (Figure 13). Alors que l'économie française frôlait une croissance de 6 % par an jusqu'au début des années 1970, le nouveau plafond s'établit plutôt à 3 % depuis les années 1980.

Figure 13 : Évolution du PIB, 1962-2013

En %, moyennes mobiles sur trois ans



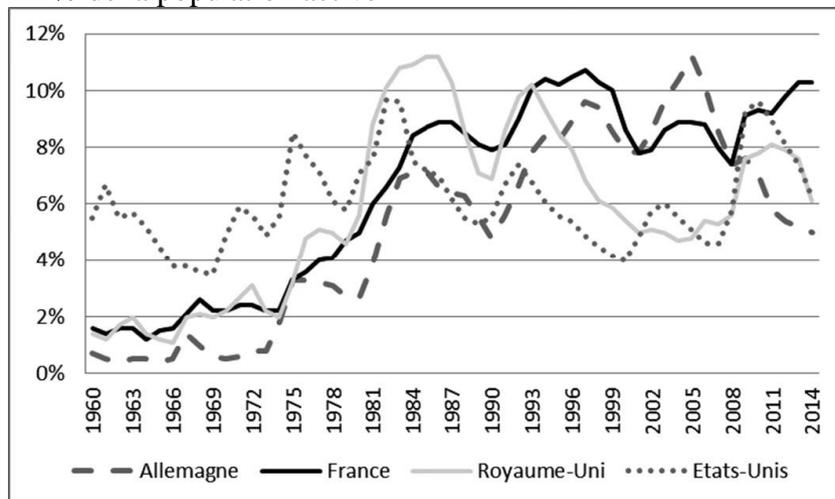
Source : AMECO, base de données de la Commission européenne.

### Quels succès pour la financiarisation ?

Le succès des politiques mises en place après 1973 peine donc à émerger en termes d'une plus grande création de richesses. L'activité économique dans les pays développés n'a visiblement pas été stimulée par la financiarisation. Comme la croissance crée l'emploi, sans surprise, le chômage augmente (Figure 14). Pour l'Europe, le plein-emploi des années 1960 n'est plus qu'un lointain souvenir<sup>23</sup>.

Figure 14 : Évolution du chômage, 1960-2014

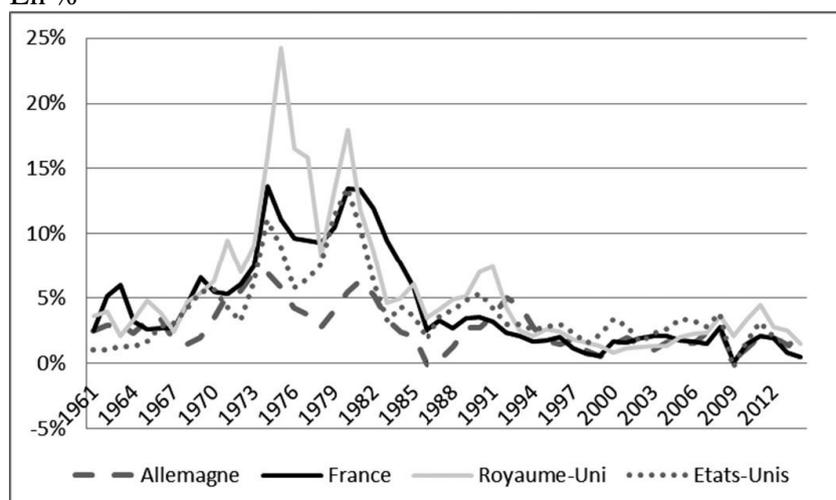
En % de la population active



Source : AMECO, base de données de la Commission européenne.

Une croissance qui ralentit, un chômage qui augmente, si on s'en tenait à ces premiers constats, le bilan des politiques menées à partir des années 1980 apparaîtrait déséquilibré, sans réussite à exhiber comme support à la financiarisation. Ce soutien arrive lorsque l'on s'intéresse à l'évolution de l'inflation. Comme promis, cette dernière a bien été liquidée (Figure 15).

Figure 15 : Évolution des prix à la consommation, 1961-2014  
En %

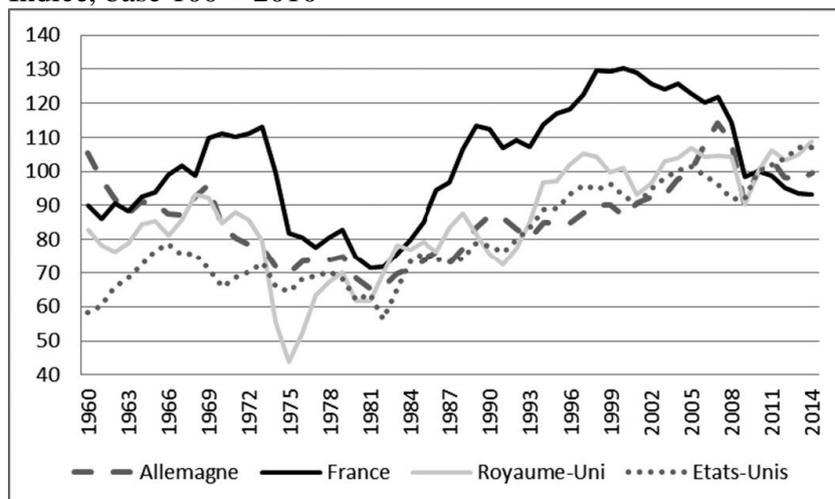


Source : AMECO, base de données de la Commission européenne.

L'élimination de l'inflation ne s'est pourtant pas produite selon les mécanismes avancés par les monétaristes. Selon la théorie quantitative de la monnaie, l'évolution des prix dépend de l'évolution de la quantité de monnaie en circulation dans l'économie ; le choc monétariste du début des années 1980 allait combattre l'inflation galopante en diminuant la quantité de monnaie dans l'économie. Certes, la montée des taux d'intérêt a bien calmé les pressions inflationnistes, mais le fléchissement des prix résulte avant tout, dans une optique keynésienne, d'un tassement -macroéconomique et non d'une simple question monétaire. La demande ayant ralenti dans l'économie à cause de la montée des taux d'intérêt et de la baisse de l'investissement qu'elle suscite, les prix n'étaient plus stimulés par une croissance économique soutenue. En sus, la montée du chômage a considérablement réduit les revendications salariales, les salaires ne poussant plus les prix à la hausse. Le contre-choc pétrolier a induit également une pression désinflationniste. Au total, le ralentissement de l'inflation ne peut pas être ajouté sans réserve au crédit de la financiarisation. En outre, la lutte contre l'inflation remplit un autre objectif : le maintien du patrimoine des rentiers.

De fait, la seule réussite des politiques poursuivies depuis les années 1980 est à chercher du côté de la restauration des profits des entreprises. Passée la réduction des profits (*profit squeeze*) des années 1970, les taux de profit se sont remarquablement redressés dès le début des années 1980 (Figure 16). D'une certaine manière, il ne s'agit que du négatif de la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée (Figure 11). Les entreprises deviennent plus profitables car elles parviennent à réclamer une part plus importante du profit, en modérant les revendications salariales. Mais, la hausse des taux de profit provient aussi du recentrage des entreprises sur les activités les plus rentables sous l'effet de la pression actionnariale.

Figure 16 : Évolution des taux de profit \*, 1960-2014  
Indice, base 100 = 2010

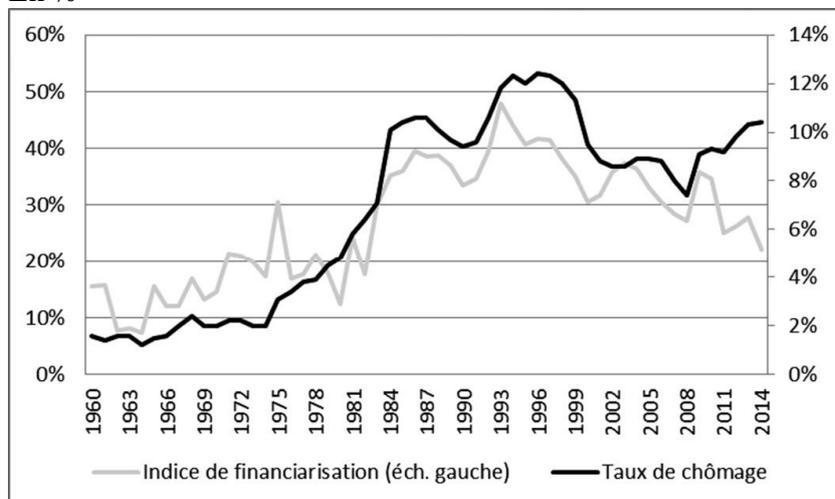


Source : AMECO, base de données de la Commission européenne.

\* Le taux de profit est le rapport entre le montant des profits nets et le stock de capital productif net.

Finalement, les politiques menées dans les années 1980 ont surtout favorisé la financiarisation de -l'économie et découragé les projets d'investissement en imposant la quête de rentabilité. En suivant Michel Husson (2008) et en retenant comme indicateur de la financiarisation la part des profits non investie, il serait possible de déceler une corrélation entre le taux de chômage et cet indicateur rustique de financiarisation en France (Figure 17).

Figure 17 : Chômage et financiarisation en France \*, 1960-2014  
En %



Source : AMECO, base de données de la Commission européenne.

\* L'indicateur de financiarisation rapporte la différence entre -l'excédent brut d'exploitation (les profits) et la Formation brute de capital fixe (l'investissement) au seul EBE. Il s'agit bien de mesurer la part des profits qui ne sert pas au financement de l'investissement.

Au bout du compte, le capitalisme financiarisé signifie moins de croissance, plus de chômage et moins d'accumulation du capital. En résumé, ces politiques ont privilégié les rentiers et les capitalistes au détriment des travailleurs et des entreprises. Les rentiers car, si -l'inflation le conduit à « l'euthanasie », le -ralentissement de l'inflation plaît au contraire à l'épargnant<sup>24</sup>. Les capitalistes, car le redressement des profits n'a pas servi à alimenter un investissement supplémentaire. Les victimes de ce tournant sont bien à chercher du côté des travailleurs et des entreprises : les travailleurs car ils ont à la fois subi la modération de leurs rémunérations et la montée du chômage pour une part de plus en plus grande d'entre eux ; les entreprises

aussi car elles ont été contraintes dans leurs projets de développement par les exigences de la finance. C'est ce dernier point que nous allons maintenant explorer.

### *La financiarisation, fossoyeuse de l'investissement*

Au départ, la financiarisation avait été défendue par les économistes orthodoxes sous l'angle d'une meilleure allocation de l'épargne grâce aux marchés financiers, ce qui devait *in fine* doper l'investissement. On en est loin : la financiarisation a tué l'investissement en promouvant la recherche de rentabilité à tout prix et le court-termisme. Passons en revue les explications généralement avancées à la profonde dépression de l'investissement.

- Un manque d'épargne ?

Les entreprises n'investiraient pas, *parce qu'elles ne peuvent pas le faire*, faute de financements. Un manque d'épargne : telle serait la première explication. Mais l'argument est totalement contredit par les faits : l'épargne est abondante, elle est même surabondante et certains économistes y voient l'une des causes essentielles de la crise déclenchée en 2007. Cette thèse de l'excès d'épargne, en anglais *saving glut*, a notamment été popularisée par Ben Bernanke en 2005 à l'époque où il venait d'être nommé gouverneur de la Réserve fédérale, la Banque centrale américaine. L'idée de base est la suivante : certains pays (Chine, pays pétroliers, Allemagne... ) dégagent beaucoup plus d'épargne qu'ils n'en avaient besoin pour financer leurs investissements domestiques. En conséquence, cet excès d'épargne venait se placer aux États-Unis, ou dans la périphérie de la zone euro ; les taux d'intérêt alors tirés à des niveaux artificiellement bas, les bulles, notamment immobilières, gonflèrent. Depuis quelques années, le développement des pays émergents s'accompagne en effet de l'apparition d'une classe moyenne cherchant à épargner pour se prémunir des « risques » de la vie tels que santé, vieillesse, chômage, éducation des enfants... faute d'un État garantissant un minimum de sécurité sociale.

L'épargne ne manque pas non plus dans les pays développés. À partir des années 1990, le taux d'épargne a été très stable en France : il oscille dans une étroite bande entre 15 % et 16 % du revenu disponible des ménages. Pas de signe d'un manque de financement ici. Bien sûr, les petites et moyennes entreprises souffrent davantage pour trouver des financements auprès des banques. Et évidemment, les entreprises des pays périphériques de la zone euro ont actuellement les pires difficultés du monde à obtenir des prêts et/ou à émettre des obligations dans des conditions satisfaisantes. Mais globalement, les financements ne sont pas rares. Les entreprises, notamment les plus grandes, sont même assises sur des montagnes de cash à ne plus savoir qu'en faire. Selon une étude de Moody's, les entreprises non financières de la zone « Europe, Moyen-Orient, Afrique » disposaient en juin 2014 de 1 000 milliards de dollars non affectés ; pour leurs homologues nord-américaines, le montant est de plus de 1 600 milliards de dollars (*Les Échos*, 17 décembre 2014). Selon Martin Wolf, à l'opposé de leur rôle traditionnel qui les voit souffrir d'un besoin de financement, les entreprises ont désormais un comportement de prêteur net : en présence de profits élevés et d'investissements faibles, elles dégagent une épargne conséquente qui finance les déficits des États, des ménages ou du reste du monde (*Financial Times*, 17 novembre 2015). Quels sont les mécanismes macroéconomiques susceptibles d'expliquer ce paradoxe apparent entre un investissement atone et une épargne pourtant abondante ?

- C'est la demande qui manque !

Pour un économiste keynésien, il n'y a là aucun paradoxe. La première raison qui vient à l'esprit pour expliquer le manque d'investissement, c'est justement l'excès d'épargne : si les ménages épargnent trop au niveau mondial, cela signifie qu'ils ne dépensent pas assez. Avec une demande modeste, des capacités de production ne sont pas pleinement utilisées et il n'y a

aucune raison d'ajouter de nouveaux équipements à un stock de capital déjà sous-utilisé. Dans cette approche, les entreprises n'investissent pas, *parce qu'elles ne veulent pas le faire*. Les changements dans la répartition du revenu national intervenus depuis les années 1980 ont vu les inégalités progresser dans de très nombreux pays (Piketty, 2013). La croissance des inégalités handicape la dynamique de l'investissement : plus la part du revenu national allant aux plus riches s'élève, plus la propension à consommer baisse, du fait de la tendance des plus riches à épargner une fraction plus importante de leurs revenus ; la demande globale en est réduite.

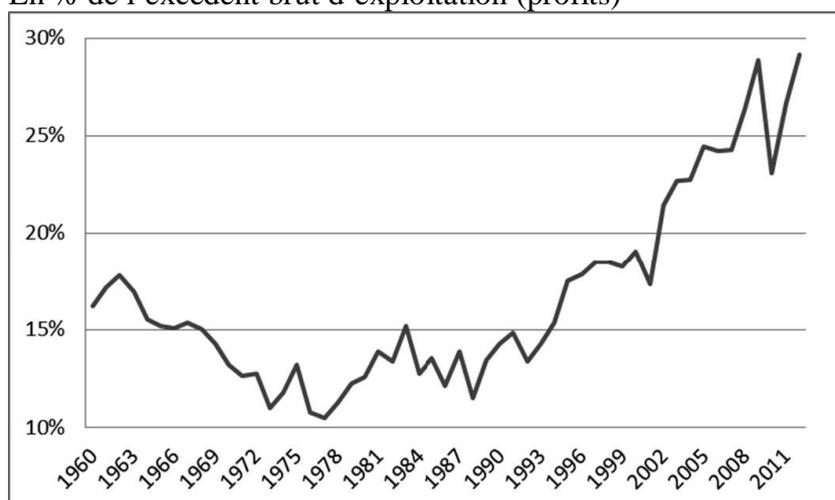
- La toise de la rentabilité

Le manque d'investissement s'expliquerait par la réduction du nombre d'opportunités d'investissement jugées suffisamment rentables. Cela ne signifie pas que les projets en question ne sont pas rentables, mais qu'ils ne sont pas *jugés* assez rentables. Tout de suite, il convient alors de se demander : qui juge du niveau de rentabilité suffisant ? La réponse est à chercher du côté des marchés financiers. Nous l'avons vu dans la première section de ce chapitre, avec la gouvernance actionnariale, les dirigeants des entreprises ne sélectionnent que les projets d'investissement franchissant la barre de rentabilité que leur fixent les actionnaires. Les acteurs financiers se faisant concurrence pour attirer l'épargne en offrant le meilleur rendement possible, cette norme financière qui décrète la rentabilité suffisante écriète la liste des projets d'investissement initialement envisagés pour n'en retenir que les plus rentables, ceux qui franchissent le seuil de la pression actionnariale. La force de la financiarisation, c'est que l'on ne juge plus de la rentabilité d'un projet d'investissement à l'aune de sa capacité à dépasser le taux d'intérêt, mais à l'aune de sa capacité à surperformer une norme financière conventionnelle établie sur les marchés financiers, norme qui peut se déplacer progressivement de plus en plus haut à mesure que les exigences actionnariales ne se satisfont plus des performances passées et que la concurrence les pousse à en réclamer davantage. Quand on demande à une firme de n'entreprendre que les projets d'investissement produisant une rentabilité supérieure à 10 %, les candidats se raréfient. Quand la barre passe à 15 % de rentabilité au minimum, les rangs se dispersent encore davantage. Si la barre passe à 20 %, les projets élus seront encore plus clairsemés. Lorsque la pression à la rentabilité s'exerce sur les sociétés financières, cela les pousse à prendre des risques inconsidérés. Avant le choc de 2008, sur la période 2000-2006, Gropp et Köhler (2010) montrent ainsi que 1 142 grandes banques dans le monde avaient un *Return on Equity* (ROE), la rentabilité de l'actionnaire, de 14 % (en moyenne et en médiane).

Ce mécanisme de sélection joue à plein au sein du capitalisme financiarisé. Les entreprises sont sommées de sélectionner drastiquement leurs projets d'investissement pour ne pas dilapider les fonds disponibles dans des opérations risquées et insuffisamment rentables aux yeux des marchés financiers. C'est la fin de la grande entreprise conglomerale qui multiplie ses activités dans différents secteurs pour diversifier ses risques de demande. C'est à l'actionnaire de diversifier son portefeuille de titres, pas à l'entreprise. Les entreprises doivent ainsi se recentrer sur leur cœur de métier. Pas nécessairement ce qui était à l'origine de la constitution de l'entreprise. Il faut viser les activités susceptibles de servir la meilleure rentabilité à l'actionnaire. En plus de l'injonction à réduire la voilure, la financiarisation -s'accompagne dans l'entreprise d'une injonction à -distribuer en dividendes les profits qui ne sont plus nécessaires pour financer les grands projets d'investissement.

L'expression « *downsize and distribute* » de William Lazonick et Mary O'Sullivan (2000) résume -parfaitement ce double mouvement. Du côté du *distribute*, la part des profits consacrée au versement de dividendes, qui était de 12 % au début des années 1980, est passée à plus de 25 % sur les dernières années en France (Figure 18).

Figure 18 : Revenus distribués nets des sociétés non financières en France  
En % de l'excédent brut d'exploitation (profits)

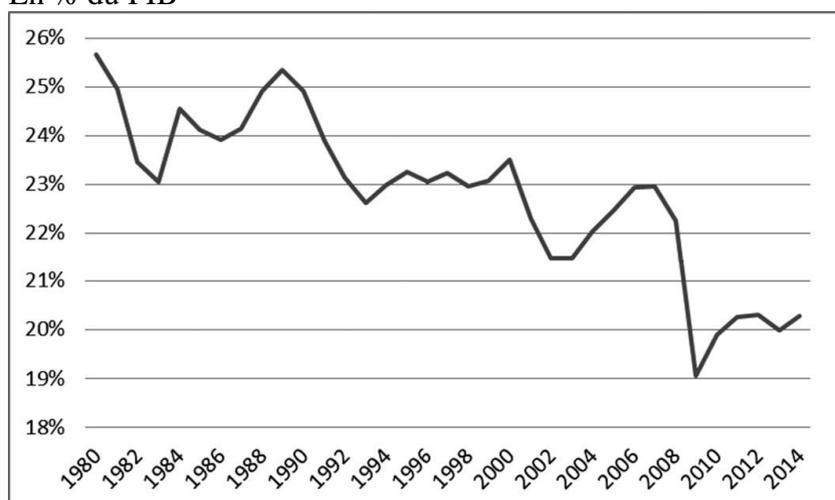


Source : Insee, Comptes nationaux, base 2005.

La même tendance s'observe aux États-Unis où la part des dividendes nets dans le profit avant impôt est passée sur la même période de 20 % à 40 %. Une telle évolution des dividendes aux États-Unis est d'autant plus impressionnante que les firmes ont massivement recours aux rachats d'actions comme autre source de distribution de cash aux actionnaires. Les entreprises américaines ont davantage racheté leurs propres actions qu'elles n'en ont émises de nouvelles pour se financer. Certaines années, ces rachats nets (rachats diminués des émissions) représentent plus du tiers des profits avant impôt des entreprises. De fait, les rachats d'actions bruts consomment une part des profits bien plus grande encore. En ajoutant rachats d'action et dividendes, la rémunération de la finance sur l'entreprise américaine apparaît pour ce qu'elle est : une véritable prédation.

Résultat de la faiblesse de la demande et de la poursuite de la rentabilité pour l'actionnaire, l'investissement dans les pays développés s'est effondré : alors qu'il représentait 25 % du PIB en 1980, il ne pèse plus que 20 % aujourd'hui (Figure 19). Le *downsize* trouve ici l'une de ses manifestations les plus évidentes.

Figure 19 : Évolution de l'investissement des pays développés \*, 1980-2014  
En % du PIB



Source : FMI, World Economic Outlook.

\* L'appartenance à la catégorie de pays développés est reprise du FMI.

On ne se risque guère plus à investir pour construire l'avenir en Occident, car c'est fondamentalement incertain et les entrepreneurs ne savent tout simplement pas de quoi demain sera fait... Le pari à la base de -l'investissement peut être perdu, et alors, la rentabilité ne sera pas au rendez-vous. Ce serait l'absence d'un nouvel -eldorado qui inhiberait les investisseurs. Alors que dans les années 1950, le futur se construisait autour de la voiture et des équipements ménagers, ou que dans les années 1990, il s'incarnait dans les nouvelles techno-logies de l'information et de la communication, il semble qu'aujourd'hui, les investisseurs peinent à -s'imaginer quel sera le nouveau secteur porteur dans lequel il conviendrait d'investir.

Au lieu de se risquer à construire un avenir incertain avec des projets innovants, les entrepreneurs se contentent de copier les vieilles recettes occidentales dans les pays émergents. Les entreprises ont délocalisé leurs investissements dans les pays à bas salaires pour y produire les biens habituels du XXe siècle (voitures, équipements ménagers...), mais cette fois, en généralisant leur consommation aux pays émergents. En plus de ces vieux produits industriels, les pays émergents investissaient aussi dans la production des nouvelles technologies de l'information et de la communication. Parallèlement, les Occidentaux se tournaient, avec plus ou moins de réussite selon les pays, vers la production de biens et services dits « à haute valeur ajoutée ». Résultat de ces transferts, la part des investissements dans le PIB des pays émergents est passée de 23 % en 2000 à 32 % aujourd'hui (Figure 20).

Figure 20 : Évolution de l'investissement des pays émergents \*, 1980-2014  
En % du PIB



Source : FMI, World Economic Outlook.

\* L'appartenance à la catégorie de pays émergents est reprise du FMI.

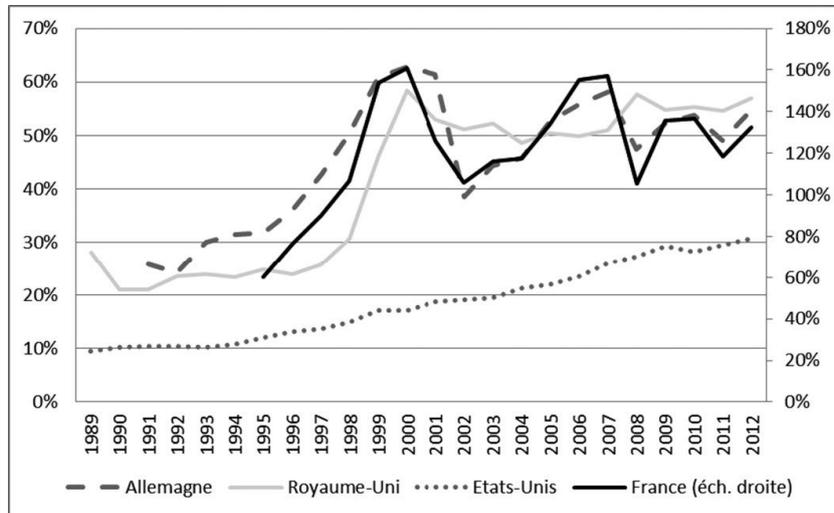
• À la recherche de substituts pour faire de l'argent sans investir

Outre les explications précédentes, -l'investissement manque dans les pays développés car il existe des alternatives. Quand on a du profit en réserve mais pas d'idée sur la manière de l'investir avec rentabilité assurée, -l'entreprise peut substituer aux actifs productifs des actifs financiers. Acheter de l'immobilier est aussi possible. Dans les deux cas, ça peut rapporter plus que de chercher à construire l'avenir en tentant de deviner quel serait le secteur du futur vers lequel se polariseront les désirs des ménages. Or ce qui importe pour l'actionnaire, ce n'est pas la manière dont la rentabilité est obtenue, mais le niveau qu'elle atteint.

Témoignant de cette évolution, le bilan des entreprises non financières voit la part des actifs financiers grimper fortement, au point que les actions détenues par les entreprises représentent près de 140 % du PIB français aujourd'hui, là où elles ne comptaient « que » pour 60 % du PIB en 1995 (Figure 21). Si le profil de l'évolution est similaire, les entreprises françaises

atteignent des niveaux bien supérieurs à ceux de leurs consœurs allemandes ou britanniques, une échelle spécifique ayant dû être créée pour représenter le cas français dans le même plan que les autres.

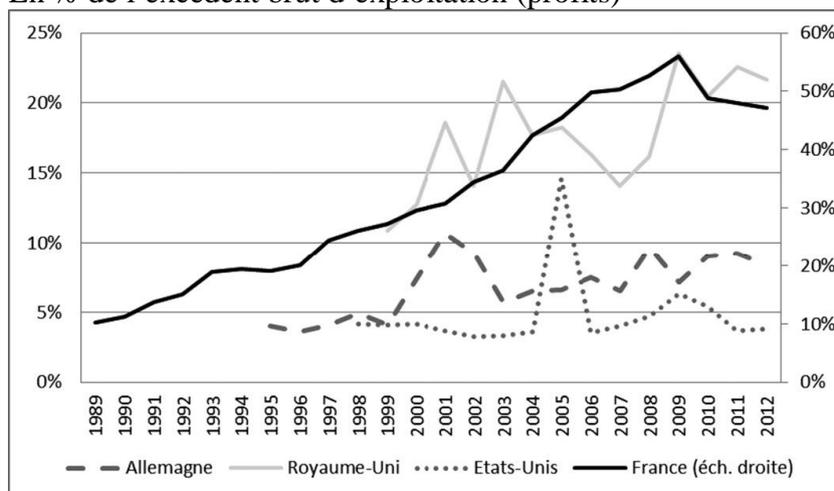
Figure 21 : Actions détenues par les sociétés non financières, 1989-2013  
En % du PIB



Source : OCDE, table 720 (calculs par nos soins).

Cette déformation du bilan des entreprises non financières se retrouve dans l'origine des profits engrangés. En effet, le gonflement des actifs financiers au bilan se traduit par l'augmentation des intérêts et des dividendes associés à ces titres. La financiarisation se définit ici comme « un sentier d'accumulation dans lequel les profits proviennent principalement des canaux financiers plutôt que du commerce et de la production de marchandises » (Krippner, 2005). Aujourd'hui, en France, près de la moitié des profits sont issus des activités financières (Figure 22). Comme pour le graphique précédent, la particularité française apparaît clairement, puisque là aussi il a été nécessaire de créer une échelle propre.

Figure 22 : Dividendes reçus par les entreprises non financières, 1989-2013  
En % de l'excédent brut d'exploitation (profits)



Source : OCDE, table 720 (calculs par nos soins).

Relativement plus rentable, l'immobilier se substitue aussi à l'investissement productif. Dans un contexte où le prix des biens fonciers et immobiliers est orienté à la hausse, il est devenu intéressant d'en acquérir pour bénéficier de futures plus-values sur la revente de ces actifs. Également, louer des terrains et/ou du bâti permet d'en tirer des revenus. Le foncier et

l'immobilier sont comparables à un actif financier : l'actif foncier ou immobilier rapporte des loyers ou permet de faire des plus-values, de la même manière que l'achat d'actions sur les marchés financiers est motivé par les flux de dividendes ou par la perspective de plus-value.

En se substituant à l'investissement productif, les actifs immobiliers et fonciers ont contribué à la baisse de l'investissement. Mais la dynamique de la construction a aussi favorisé l'activité économique. C'est finalement le retour du bon vieux proverbe : « Quand le bâtiment va, tout va ». Efficace pour dégager de la rentabilité pour l'actionnaire dans une certaine mesure, l'accumulation d'actifs financiers et immobiliers n'en demeure pas moins un imparfait substitut à l'investissement productif pour relancer la croissance.

### *Avec la financiarisation, un régime macroéconomique en soins palliatifs*

L'investissement est au cœur du réacteur de l'économie. Avec le capitalisme financiarisé, l'économie s'étirole : faute d'investissement, les entreprises ne préparent plus l'avenir, ne défrichent pas les nouveaux besoins, la productivité y sombre. Sans gains de productivité, les augmentations de salaire sont mises sous l'éteignoir, et le cercle vertueux demande/investissement/demande est rompu. En bref, une économie en recul, au bord d'une stagnation qui serait séculaire.

Le capitalisme financiarisé génère un régime -d'accumulation *a priori* dépressionnaire : il déprime la consommation assise sur les salaires, il freine l'investissement, il met sous surveillance la dépense publique, il attise la concurrence internationale et contraint les échanges extérieurs. Si on a bien vu une croissance économique plus faible sous sa coupe que durant les Trente Glorieuses, la perte de croissance n'a pas été aussi catastrophique qu'elle aurait pu l'être. En effet, sans des mécanismes de régulation de ce capitalisme, le système économique aurait tout simplement imploré sous la pression financière. Non seulement la croissance et l'emploi auraient été encore plus atteints, mais la formation des profits elle-même aurait été mise en danger. Au niveau microéconomique, il va parfaitement de soi d'affirmer qu'une entreprise qui sélectionne davantage ses projets d'investissement pour ne mettre en œuvre que ceux dégageant *a priori* la meilleure rentabilité aura des chances de voir sa rentabilité s'améliorer effectivement du fait de la baisse des dépenses d'investissement. Mais, au niveau macroéconomique, ce résultat ne tient pas : si l'ensemble des entreprises diminuent leurs dépenses d'investissement en comptant sur une amélioration de leur rentabilité respective, l'agrégation de ces baisses d'investissement conduit à une diminution de la demande pour l'ensemble des entreprises, de sorte que les entreprises se retrouveront avec des profits plus faibles, et non pas augmentés. La dure loi de la macroéconomie est que la simple affirmation par les marchés financiers d'une exigence de rentabilité accrue poussant les entreprises à sélectionner plus drastiquement leurs projets d'investissement se traduira, toutes choses égales par ailleurs, par une baisse de cette rentabilité : si vous en réclamez plus, vous en aurez moins !

La chance des actionnaires est que précisément, toutes choses n'ont pas été égales par ailleurs. C'est la mise en route de canaux auxiliaires de formation de la demande macroéconomique qui a permis de sauver les actionnaires d'eux-mêmes, et de permettre à la rentabilité de s'élever conformément à et malgré leurs injonctions. Pour suppléer l'investissement comme moteur de croissance, la dette a souvent été choisie. Tout le monde s'est endetté : ménages, entreprises, États, sociétés financières. Bien sûr, tous les pays n'ont pas suivi exactement la même recette, certains mettant davantage l'accent sur tel ou tel remède. Ces canaux auxiliaires se retrouvent au travers de l'énoncé de la loi de Kalecki : « Les travailleurs dépensent ce qu'ils gagnent alors que les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent ». Certes, les entreprises ont moins dépensé en investissement, et donc elles devraient gagner moins de profits, mais elles ont aussi versé davantage de dividendes. Le premier des soins palliatifs du

capitalisme financiarisé est à trouver du côté des dépenses de consommation en provenance des dividendes versés aux actionnaires par les entreprises. Certes, les actionnaires ont souvent une propension à consommer leurs revenus plus faibles que les travailleurs, mais les sommes versées par les entreprises en dividendes ne sont pas totalement perdues : à distribuer toujours plus de dividendes, les entreprises finissent par en revoir une partie *via* la consommation des rentiers.

Le deuxième palliatif se situe du côté des dépenses de consommation des travailleurs, que ce soit par la diminution de la part du salaire qui n'est pas consommée ou par la consommation ne provenant pas du salaire. Avec la financiarisation, les travailleurs américains ont dépensé une part de plus en plus importante de leurs revenus, faisant passer leur taux d'épargne de plus de 10 % en 1980 à seulement 3 % en 2007. Au-delà de la baisse de l'épargne, la consommation a été soutenue par une montée très nette de l'endettement des ménages dans de nombreux pays : en France, l'endettement des ménages est passé de 33 % du PIB en 1995 à 45 % en 2007 et à plus de 55 % en 2012 ; au Royaume-Uni ou aux États-Unis, la dette des ménages s'est véritablement emballée en passant d'un peu plus de 60 % en 1995 à plus de 95 % en 2007, pour légèrement retomber à respectivement 88 % et 81 % en 2012. Malgré la baisse de l'investissement, la dette des ménages contribue aux profits des entreprises ou, pour l'énoncer en termes kaleckiens, « Les travailleurs dépensant plus que ce qu'ils gagnent, les capitalistes peuvent gagner plus que ce qu'ils dépensent ».

Les ménages ne sont pas les seuls à s'être endettés. Le troisième palliatif soutenant croissance et profit est à chercher du côté des entreprises elles-mêmes. Ces dernières ont gonflé leurs dettes lors de la période du capitalisme financiarisé. Il ne s'agit bien sûr pas d'une dette destinée à satisfaire des désirs de consommation, mais cette dette a eu de nombreuses utilités : elle a pu servir à financer les rares investissements productifs entrepris ; elle a pu permettre l'accumulation des actifs financiers et/ou immobiliers ; elle a pu être employée pour distribuer du cash aux actionnaires sous la forme de rachats d'actions notamment. Ainsi, les entreprises ont aussi augmenté leur endettement pour faire monter leurs cours de Bourse et devenir une cible trop chère pour faire l'objet d'un rachat par des concurrentes. Les entreprises françaises ont, par exemple, fait passer leurs dettes de 55 % à 80 % du PIB entre 1995 et 2007. Au Royaume-Uni, l'évolution est plus nette, puisque démarrant à seulement 45 % du PIB en 1995, elle culmine aussi à 80 % en 2007.

Le quatrième palliatif provient des administrations publiques. L'augmentation de la dette publique a également contribué à soutenir la croissance économique et les profits des entreprises. Le déficit public constitue bien une injection nette de demande dans l'économie, les dépenses publiques alimentant la demande plus que les impôts ne la diminuent. Plutôt que de voir l'État comme un poids sur l'économie privée, il faut bien comprendre que le déficit public soutient la demande des entreprises. En la matière, l'Allemagne se comporte à contre-courant, avec une rigueur qui la pousse à rechercher les excédents budgétaires. Les pouvoirs publics contribuent alors négativement à la croissance et à la formation des profits.

Enfin, le dernier palliatif est lié aux échanges extérieurs. Il s'agit cette fois de reconnaître que la -réalisation d'un excédent commercial permet de capter une demande solvabilisée à l'étranger mais sollicitant les entreprises nationales. Bien évidemment, ce palliatif n'est pas exactement du même ordre que les précédents. Ici, il apparaît d'emblée que la solution n'est pas généralisable à l'ensemble des pays du monde simultanément : même si les institutions européennes semblent parfois l'oublier dans leur exhortation générale à des gains de compétitivité, tout le monde ne peut pas bénéficier d'un excédent commercial en même temps ! L'excédent commercial d'un pays n'est que l'autre face d'un déficit commercial ailleurs. Lors des dix dernières années, c'est notamment l'Allemagne qui a conduit une politique néo-mercantiliste lui permettant de compter sur la demande extérieure pour en

retirer des profits : cette stratégie consiste à diminuer la demande interne (modération salariale) pour réduire les importations, tout en gagnant en compétitivité-prix pour l'exportation.

Les autres palliatifs ont aussi leurs limites. Si la dette nourrit les profits au moment où elle est dépensée, elle les détruit lorsqu'on la rembourse. Le moteur de la dette est nécessairement temporaire, il ne dure que tant que l'endettement peut continuer de s'étendre. Dans son mode de formation de la demande macro-économique, c'est-à-dire dans son mode de génération des profits, le capitalisme financiarisé, qui a détruit les moteurs traditionnels de la consommation sur salaire et de l'investissement productif, repose sur des moteurs financiers instables. Là où les salaires et l'investissement constituaient des moteurs pérennes, la régulation financiarisée repose sur l'endettement qui ne peut être qu'un relais temporaire de croissance et de profit, soumis aux phases cycliques de la finance chères à Minsky (-tranquillité, euphorie, panique). La croissance économique réelle devient alors dépendante de cette instabilité financière. Quand la croissance est propulsée par un moteur fonctionnant sur un carburant aussi instable que l'endettement, au lieu de l'abreuer de carburants réguliers comme la consommation assise sur les salaires et/ou l'investissement productif, il n'est pas étonnant de la voir avancer cahin-caha au lieu de progresser de manière décidée. Ces phases cycliques de la finance ont été très néfastes au cours des trente dernières années comme en témoigne la succession des crises financières.

### *La multiplication des crises financières*

Sous l'ère de la financiarisation, la fréquence des crises financières s'est accélérée. Plus la finance est dérégulée, plus les capitaux sont mobiles, plus les crises sont nombreuses (Reinhart et Rogoff, 2010). Si aucune crise majeure n'est à signaler entre la Seconde Guerre mondiale et le début des années 1970, depuis la succession est impressionnante. Pour se limiter aux principales, on peut citer la crise des pays en développement en 1982, celle des caisses d'épargne américaines en 1987, la crise du Système monétaire européen en 1992, les crises mexicaine en 1994, asiatique en 1997, russe en 1998, celle des nouvelles technologies en 2001-2002, puis bien sûr la crise des *subprimes* en 2007 qui se traduit en 2008 par une crise bancaire -systémique qui, elle-même, dégénère en une crise des dettes publiques dès 2010. Ces événements marquent autant d'accès de fièvre pendant lesquels l'activité est initialement soutenue par une illusion financière temporaire, avant que cette dernière ne se dissipe. Avant le krach, les ingrédients à l'origine des bulles sont souvent les mêmes : des espoirs démesurés font affluer les capitaux sur un secteur ou un marché particulier, avec une force d'autant plus importante que ces mouvements sont alimentés par le crédit. La réalisation que les profits ne seront pas au rendez-vous précipite alors une chute que les comportements mimétiques des financiers ne font qu'amplifier.

La crise ouverte en 2007 a souvent été comparée avec le krach de 1929. Pour certains, il serait plus juste de dresser le parallèle avec celui de 1873 à Vienne. En effet, la spéculation dans les années vingt s'exprimait sur le marché boursier, alors qu'elle s'est avant tout déployée sur le marché immobilier dans les années 2000, tout comme ce fut le cas en Autriche à l'occasion de l'exposition universelle de 1873. De même, la contagion bancaire puis financière de 2007 peut s'apparenter à celle du XIXe siècle. Ce parallèle avec le Vienne de 1873 a de quoi inquiéter, car ce krach fut suivi d'une Longue Dépression durant laquelle la croissance économique était à l'arrêt pendant une vingtaine d'années. De nos jours, nombreux sont ceux qui voient planer au-dessus de l'économie mondiale le spectre d'une stagnation similaire, désormais qualifiée de séculaire. Avec des investissements réduits à peau de chagrin, les gains de productivité sont historiquement faibles, et laissent peu de place à la perspective d'une reprise de la demande portée par les salaires. Les pouvoirs publics ayant trop prestement opté

pour l'austérité budgétaire, il ne reste que la politique monétaire expansionniste pour tirer l'économie de sa torpeur. Le *Quantitative Easing* et ses taux d'intérêt bas ne peuvent pourtant pas redresser seuls la conjoncture économique. Certains les accusent même d'alimenter de nouvelles bulles financières et immobilières, et plaident donc pour une remontée des taux. Une telle décision risquerait de ne pas entraver fortement le gonflement des bulles, tout en ralentissant l'activité économique<sup>25</sup>. Il y a donc peu à gagner et beaucoup à perdre à une telle « normalisation » de la politique monétaire. Fondamentalement, ce dont l'économie mondiale a besoin, c'est de retrouver le chemin de l'investissement, seul à même d'ouvrir la voie à une prospérité retrouvée. Avec un redémarrage de l'investissement, les gains de productivité pourraient repartir. Cela permettrait d'augmenter les salaires et/ou de réduire le temps de travail, et de relancer la demande globale. Bien évidemment, pour que l'investissement reparte, des réformes structurelles sont nécessaires. À l'opposé des injonctions permanentes à la flexibilité ou à la concurrence du marché du travail, les réformes que nous proposons visent à rendre la finance moins liquide. Pour que l'entreprise renoue avec l'investissement, il faut la libérer de la pression actionnariale. L'action des pouvoirs publics est primordiale, car c'est à eux qu'appartient la charge de ré-encadrer la finance dans l'économie.

## CHAPITRE 3

### REMETTRE LA FINANCE À SA PLACE

On l'a vu, la finance s'est progressivement émancipée des barrières qui s'imposaient à elle depuis les années 1930. Une finance dérégulée, des marchés -financiers organisés sur le seul principe de la liquidité, des actionnaires court-termistes, des entreprises qui n'investissent plus, une croissance faible et un chômage de masse. Voilà résumé le contenu des premiers chapitres. Sans -l'accabler de tous les maux, la financiarisation est -responsable de la torpeur économique qui est la nôtre du fait de l'arrêt de l'investissement. Comment remonter la pente et favoriser le retour du plein-emploi ?

Relancer l'investissement de manière à générer de la croissance et de l'emploi est désormais une conviction partagée. Dès lors, se pose la question du financement de ces investissements et donc des principes -directeurs d'une nouvelle organisation du système financier remettant la finance au service des projets de l'entreprise. L'idée n'est pas de dire que toute finance est mauvaise intrinsèquement. Cela n'aurait pas de sens. Simplement, il convient de noter que toutes les activités financières ne sont pas bonnes et que l'histoire enseigne que la finance n'est efficace que lorsqu'elle est strictement encadrée.

Persuader et compter sur les vertus des uns et les règlements des autres pour contenir les désirs sans bornes de liquidité et de court-termisme, telle est l'orientation « soft » qui a prévalu jusqu'alors. Mais force est de constater que l'autorégulation des parties prenantes au système financier ne s'est pas produite. Les achats d'actifs de la banque centrale (*Quantitative Easing*) ont en effet atteint 13 000 milliards de dollars depuis 2007 et leurs effets sont décevants. Les gouvernements sont pointés du doigt ; la BCE les voudrait plus entreprenants en matière d'investissements.

Convaincus qu'il n'existe pas de « spéculation équilibrante » (M. Friedman), nos propositions sont plus directives et ramènent les politiques au centre du jeu. Les pistes avancées n'ont qu'un objet : pour endiguer les mécanismes financiers qui découragent les projets longs, modifier la gouvernance des firmes ne suffira pas, les pouvoirs publics devront s'engager franchement. La puissance publique doit en effet intervenir fermement pour éviter que la finance ne se perde dans des pseudo-innovations susceptibles d'emporter l'économie réelle dans leurs krachs.

#### 1. L'illusion de la croyance dans les investisseurs à long terme

Pour contrer les mécanismes de court terme, une première piste à explorer serait de compter sur les vertus de certains investisseurs actionnaires, ceux de long terme. Mais nous montrons que cette voie est illusoire dans le contexte actuel, les investisseurs dits de long terme ne se projetant pas en pratique dans le temps long pour deux raisons principales : les nombreuses délégations d'actifs à des gérants externes mis en concurrence et l'existence de biais court-termistes qui se combinent dans les réglementations prudentielle et comptable. Il faudra se tourner vers des solutions plus contraignantes.

#### *Les « bons » actionnaires existent-ils ?*

Les « bons » actionnaires sont en théorie ceux qui s'engagent sur la durée avec l'entreprise : ils veillent à ne pas y sacrifier l'investissement productif, car ils savent que les perspectives de croissance sont la clef des profits de long terme. Cette implication des bons actionnaires serait à même d'éviter que les versements de dividendes ou les rachats d'actions ne ruinent l'entreprise. Autrement dit, il faut se détourner de tout acteur qui privilégie la rentabilité immédiate ou des comportements qui éliminent les projets d'investissement insuffisamment rentables à court terme tout en nuisant à l'entreprise sur la longue période. Le destin funeste

qui attend la firme ne concerne en rien les actionnaires court-termistes puisqu'ils revendent rapidement leurs actions une fois qu'ils ont reçu de l'entreprise ce qu'ils étaient venus y chercher : du liquide et une jolie plus-value. Une première solution aux excès de la finance actuelle serait donc de chercher à favoriser ces « bons » actionnaires.

La Commission européenne, l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) ou le Fonds monétaire international (FMI) misent sur cette stratégie de salut de la finance par des acteurs vertueux. Ils cherchent à promouvoir les actionnaires « patients » en mettant en avant le rôle des « investisseurs de long terme ». Spécifier cette catégorie n'est pas aisé. Quels sont les investisseurs financiers qui peuvent être considérés « de long terme » ? À partir de quand peut-on considérer qu'un actionnaire a fait preuve de patience ? Six mois, un an, deux, cinq, dix ou vingt ans ? La réponse à cette question est évidemment délicate.

En théorie, les investisseurs de long terme sont traditionnellement définis comme des investisseurs qui ont des ressources longues ou illiquides, autrement dit l'épargne qu'ils collectent ne risque pas d'être retirée par les épargnants avant un certain temps. Dans le jargon économique, on dit qu'ils ont un passif de long terme. Parce qu'ils sont structurellement moins exposés au risque de liquidité (retraits d'épargne non anticipés), ces investisseurs postulés à long terme diffèrent fondamentalement des autres acteurs financiers qui doivent se préoccuper de leur refinancement de court terme, comme les banques. La nature de leur passif leur permet théoriquement de déconnecter le choix de leurs placements de leur capacité à se financer à court terme, et donc leur permet d'optimiser leur gestion d'actifs en prenant en compte un horizon de placement plus long, ce qui favorise l'immobilisation du capital. C'est donc ce passif qui devrait déterminer leurs objectifs de placement assignés : à savoir préserver dans la longue durée la valeur réelle du capital et viser des rendements réels compatibles avec les engagements du passif, bref fournir au bout de dix ou trente ans le rendement qu'ils se sont engagés à tenir auprès de leurs épargnants individuels ou collectifs.

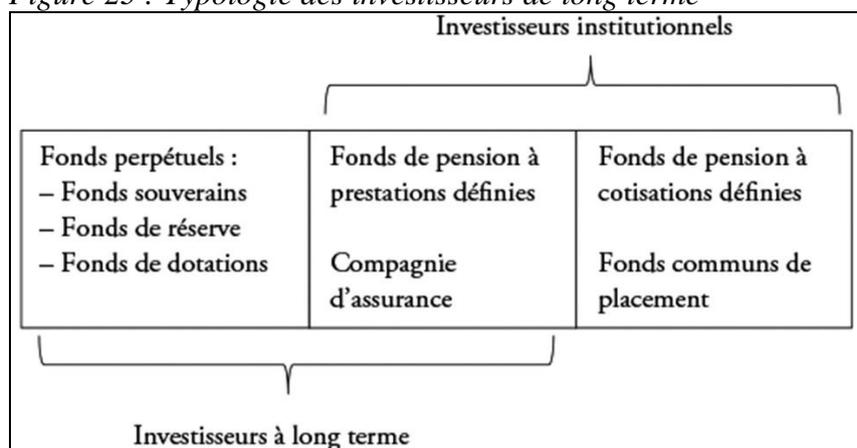
Élaborer une typologie des investisseurs de long terme n'est pas une chose aisée dans la mesure où cette catégorie d'investisseurs ne se superpose que partiellement à celle des investisseurs institutionnels et qu'elle englobe en plus d'autres investisseurs qui ne sont pas des institutionnels (Figure 23). Toutefois, sur la base de ce critère de passif de long terme, on peut établir une typologie des investisseurs de long terme potentiels avec des profils très variés que l'on peut classer en trois grands groupes : les fonds de pension à prestations définies, les compagnies d'assurances et les fonds perpétuels. Les deux premiers ont des engagements contractuels explicites auprès d'épargnants individuels (autrement dit, l'épargne est individualisée). Concrètement, dans le cas d'un fonds de pension, entre le moment où le fonds de pension reçoit les cotisations des salariés et celui où il va leur verser des prestations retraite, il peut s'écouler dix, vingt ou encore trente ans selon la maturité du fonds. Plus le fonds de pension compte des retraités, plus on dit qu'il est mature : il devra verser plus de prestations qu'il ne touchera de cotisations. Dans le cas des compagnies d'assurances, il s'agit essentiellement des contrats épargne de type assurance vie, dans lesquels, selon les pays, l'argent confié par les épargnants aux assureurs, peut être bloqué contractuellement pendant plusieurs années (comme c'est le cas dans certains pays du nord de l'Europe). On parle alors de passifs longs contractuels pour lesquels la contrainte de liquidité est assez faible. Il en va différemment dans d'autres pays comme la France où les épargnants peuvent retirer leur argent à tout moment, tout en étant très fortement incités à ne pas le faire pendant au moins huit ans pour des raisons purement fiscales. Ces incitations sont en général très efficaces, ce qui fait que les ressources des assureurs français sont assez stables. On parle alors de passifs longs statistiques pour lesquels la contrainte de liquidité est plus forte.

La dernière catégorie regroupe l'ensemble des fonds dont le passif est au contraire une épargne collective : les ressources d'épargne qui leur sont confiées -n'émanent pas d'épargnants individuels. Ces fonds perpétuels peuvent émaner d'un État, d'une université, d'une collectivité territoriale ou encore d'un organisme financier public. Ils peuvent être privés ou publics et donc soumis à des réglementations différentes. Leur but consiste à -accumuler des actifs à long terme, à en préserver la valeur réelle dans le temps et à garantir un rendement à long terme. Parmi eux, on compte les fonds de dotations universitaires, les fonds souverains, les caisses des dépôts et fonds de lissage des retraites.

Plus récemment, certaines institutions inter-nationales ont considéré que d'autres fonds pouvaient également entrer dans cette catégorie théorique d'investisseurs de long terme comme les fonds de *family office* 26 ou encore les fonds *private equity* 27 (World Economic Forum, 2011). En revanche, les fonds communs de placement (*mutual funds*) et les fonds de pension à cotisations définies qui collectent les fonds auprès des particuliers, des entreprises et des investisseurs institutionnels et les utilisent pour acheter des titres financiers, sont exclus de cette catégorie. Ils n'ont pas d'horizon de placement de long terme et n'ont pas d'engagements de passif. Il n'y a pas, en général, de garantie en termes de valeur ou de performance, si bien que les fluctuations de la valeur du portefeuille se répercutent directement sur le capital investi par l'épargnant.

Ces catégories d'investisseurs postulés à long terme sont théoriques : en aucun cas il ne s'agit de dire qu'ils agissent comme des investisseurs de long terme. Simplement, comparés à d'autres fonds, ils en ont la possibilité grâce à la nature de leur passif.

Figure 23 : Typologie des investisseurs de long terme



Source : M. Aglietta et S. Rigot (2009).

### *Les investisseurs de long terme : à long terme en théorie, court-termistes en pratique*

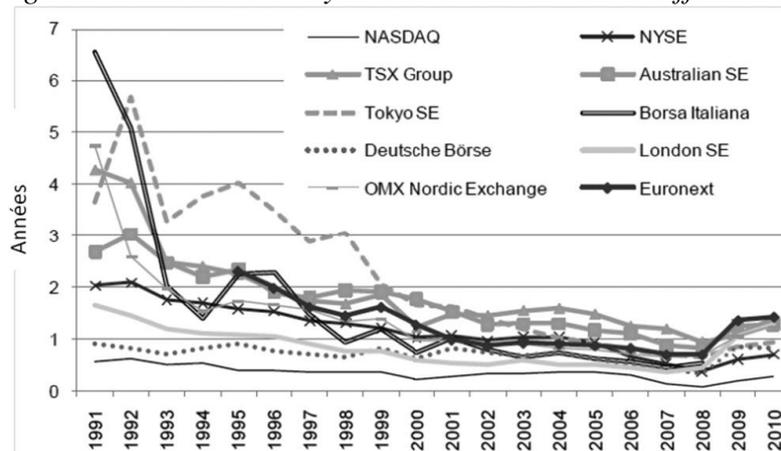
L'énorme problème associé à la stratégie de refondation de la finance par les investisseurs de long terme est que le comportement de ces acteurs n'est pas conforme à la théorie. Autrement dit, ces derniers pourraient investir à long terme, mais le système financier les pousse au court-termisme. En creux, cela souligne que ce ne sont pas les acteurs mais les règles dans lesquelles ils évoluent qui sont en cause : si même les investisseurs théoriquement patients se comportent en investisseurs impatientes, c'est l'organisation du système financier qu'il importe de réformer. Comment se fait-il que ces investisseurs à potentiel de long terme ne s'engagent pas dans la durée en accompagnant l'investissement productif dans les entreprises ?

Une première explication est simplement que ces investisseurs ne jouent pas leur rôle

contracyclique dans la gouvernance des entreprises, car ils ont tendance à rester inactifs en n'exerçant pas leurs droits de vote ou, pire encore, ils utilisent ces droits de vote pour orienter les firmes vers le court terme. Cette passivité ou cet activisme biaisé en fait de bien faibles défenseurs du long terme. En outre, un certain nombre d'études sur leurs stratégies de placement a mis en évidence que ces investisseurs pouvaient être intéressés par des rendements élevés sur un horizon relativement court. Un tel court-termisme peut prendre des formes différentes : baisse des durées de détention d'actifs financiers ; diminution des allocations dans les actifs moins liquides comme les infrastructures ou le capital investissement ; adoption d'un comportement suiveur de tendances (*herding*) des investisseurs institutionnels pouvant conduire à des bulles d'actifs...

Une étude de l'OCDE (2011) montre une tendance baissière progressive mais forte de la période de détention des actifs financiers par les investisseurs institutionnels de 1991 à 2009 (Figure 24). Plus précisément sur la période, la durée est passée de deux ans à environ six mois sur le New York Stock Exchange (NYSE), de un an à six mois sur le Deutsche Börse, de 2,2 ans à un 1,2 an sur Euronext, de 1,5 an à six mois sur le London Stock Exchange (LSE). La baisse la plus spectaculaire revient à la bourse du Japon dont le taux de détention passe de cinq ans et demi en 1992 à moins d'un an en 2009. On observe ainsi un raccourcissement -considérable de l'horizon de placements d'investisseurs dont la nature du passif leur permettrait de se comporter différemment des autres investisseurs privés.

Figure 24 : Détention moyenne des actions \* dans différentes places boursières 1991-2010



Source : OCDE, World Federation of Exchanges (2010a, b).

\* Les périodes de détention moyenne sont calculées comme la -capitalisation de marché divisée par la valeur des actions -échangées. Les données pour la bourse italienne s'arrêtent en 2008, après sa fusion avec le London Stock Exchange (LSE). Depuis 2009, les données de LSE sont donc consolidées avec les données italiennes.

Une autre étude de l'OCDE sur les fonds de pension américains à prestations définies a détecté un comportement de placements qui a tendance à suivre les mouvements de marché (*momentum*). On observe, en effet, que pendant la crise en 2008 et 2009, ils ont été des vendeurs nets d'actions et des acheteurs nets -d'obligations. Un tel comportement a pour conséquence d'amplifier la tendance ; il va à l'encontre de ce que l'on attend d'un investisseur de long terme, lequel devrait avoir un comportement *contracyclique*. Il n'en va pas de même pour certains fonds européens comme les fonds publics de la Norvège et de la Finlande qui ont été acheteurs nets d'actions et vendeurs nets d'obligations. Ce comportement peut s'expliquer par le fait que le fonds norvégien construit son portefeuille d'actifs sur un horizon multigénérationnel, l'objectif ultime étant la protection de la valeur du capital jusqu'à l'infini : voilà une expression du long terme ! Dans ce cadre, acheter des actions au plus bas pendant la crise est une bonne chose, car le cours des actions a de fortes chances de remonter à très long terme.

- Des cascades de délégations

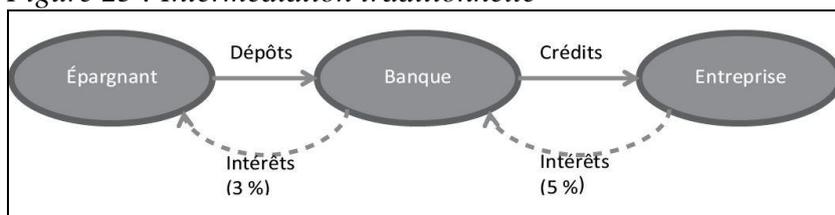
L'étude de Rigot (2010) sur le comportement de placement des fonds de pension américains à prestations définies a également révélé de nombreux écarts entre la pratique et les principes de gouvernance des investisseurs de long terme. Notamment, l'analyse des allocations d'actifs des fonds de pension met en évidence une forte expansion de la gestion externe. Les investisseurs de long terme ont délégué en particulier la gestion de l'épargne qui leur avait été confiée à des fonds court-termistes (dits alternatifs) comme les *hedge funds* et les fonds *private equity* (type LBO). Les gérants de ces fonds alternatifs (considérés comme très risqués) ont généralement une rémunération basée sur la performance, ils sont donc incités à prendre en compte des rendements à court terme plutôt que ceux à long terme.

Plus généralement, les gérants d'actifs ou *asset-managers*<sup>28</sup> sont mis en concurrence par leurs clients institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurances) ; et pour garder leurs mandats, ils doivent donc faire de la performance. Dans la mesure où les mandats de gestion permettent à l'intermédiaire financier d'établir un cahier des charges en y incluant notamment des exigences de long terme, il semblerait que ces mandats soient davantage compatibles avec des stratégies de long terme que les placements dans des *investment funds*. Toutefois, que les investisseurs de long terme délèguent leurs actifs à des gérants d'actifs sous forme de *mutual funds* ou de mandats, la question du renouvellement du contrat de gestion se pose. Il en résulte une pression à prendre des risques de court terme afin de battre les normes (*benchmarks*) de marchés. Si de tels paris sont gagnants, les gérants peuvent avoir une récompense avec une extension de leurs mandats et une rémunération plus élevée. D'où un désalignement des incitations entre gérants externes et agents à besoin de financement (emprunteurs) qui est caractéristique des défaillances de marché. Le contrôle sur ces gérants externes est souvent focalisé sur la performance de court terme laissant les décisions de placement au jour le jour dans les mains de professionnels qui n'ont pas toujours la vocation ou l'incitation à prendre en compte les meilleurs intérêts des détenteurs ultimes des titres (épargnant final).

Les investisseurs institutionnels ont eu tendance à compter presque trop exclusivement sur les gérants d'actifs pour gérer tout ou partie de leur portefeuille. Cette croissance des *asset managers* en allongeant la chaîne d'investissement et en la rendant plus complexe, a, non seulement participé à la baisse de l'engagement des investisseurs financiers dans l'entreprise, mais a aussi induit une augmentation des coûts pour les agents à besoin de financement (emprunteurs), et une dissymétrie dans la prise de risque (Kay, 2012).

Dans le cadre d'une intermédiation traditionnelle, il n'existe qu'un acteur entre l'agent à besoin de financement et l'agent à capacité de financement. Une seule marge d'intermédiation est donc nécessaire, ce qui limite les frais de fonctionnement du système financier (Figure 25). L'entreprise doit s'acquitter d'un taux -d'intérêt de 5 % pour obtenir un crédit auprès de la banque, laquelle, en rémunérant l'épargnant à 3 %, réussit à dégager une marge d'intermédiation de 2 %.

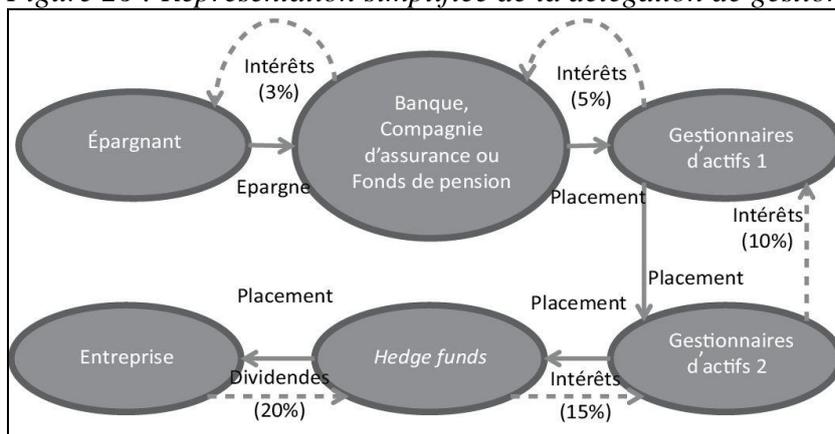
Figure 25 : Intermédiation traditionnelle



La multiplication de la délégation de gestion -d'actifs accroît considérablement les opportunités pour des intermédiaires financiers de prélever des commissions, en plus des marges d'intermédiation qu'ils se réservent (voir Figure 26). Un investisseur institutionnel

comme une compagnie d'assurances ou un fonds de pension délègue généralement une grande partie de son portefeuille à des sociétés de gestion externes (*asset managers*) spécialisées dans certaines classes d'actifs traditionnels (actions, obligations...) ou dans la gestion alternative (*hedge funds, private equity...*). Au bout du compte, il s'ensuit une chaîne de délégation de gestion d'actifs de plus en plus longue, et une intermédiation financière qui accroît le coût du financement pour les agents à besoin de financement. Schématiquement, la Figure 26 fait apparaître cette prédation des acteurs financiers sous une forme très particulière : pour le même rendement offert à l'épargnant final (3 %), la rentabilité exigée à l'entreprise (par exemple 20 % de *Return On Equity*) se dilue tout au long de la chaîne d'intermédiaires, mais le coût a bien considérablement augmenté par rapport au cas de l'intermédiation traditionnelle (Figure 25)<sup>29</sup>.

Figure 26 : Représentation simplifiée de la délégation de gestion d'actifs



Les chiffres de la Figure 26 ne sont là que pour faire comprendre le mécanisme de la délégation de gestion et la manière dont les frais associés ont été orientés à la hausse ces dernières années. Dans la réalité, les marges d'intermédiation et commissions ne sont pas exprimées en termes de rendement par rapport à un placement, mais plutôt en pourcentage du stock d'épargne géré par le fonds (les actifs sous gestion), ce qui est logique : un rendement peut être nul ou négatif en cas de -moins-value boursière alors que le montant des actifs gérés et des commissions restera positif.

Les taux de commissions exprimés par rapport aux actifs sous gestion semblent à première vue faibles ; en fait, ils correspondent à des montants substantiels. Pour l'ensemble des fonds de pension américains à prestations définies, les coûts de gestion liés aux nombreux niveaux de délégation ont été multipliés par presque 3 passant de 0,17 % en 1990 à 0,45 % des actifs sous gestion en 2008 (Rigot, 2010). Si l'on applique ce dernier taux de 0,45 % au rendement nominal moyen des fonds de pension américain de 2002 à 2014, il apparaît alors que près de 20 % de ce rendement annuel est prélevé sous forme de commissions<sup>30</sup>. Cette augmentation globale des frais de gestion cache de profondes disparités. Ce sont surtout les coûts de la délégation vers les fonds de *private equity* et les *hedge funds* qui ont grimpé. La différence de coûts est telle qu'elle fait penser à une véritable rente d'intermédiation captée par les gérants de ces fonds. Ils représentent une charge considérable pour les épargnants. Ce phénomène fait aussi l'objet d'un débat très vif au Royaume-Uni, en raison d'un système de retraite basé sur les fonds de pension. Non seulement les frais de gestion y sont élevés, mais ils y sont en plus dissimulés. Les fonds d'investissement britanniques gérant plus de 1 milliard de livres sterling annoncent à leurs clients un taux annuel de 1,5 % de commissions alors que le véritable coût se rapprocherait plutôt de 3,5 % des actifs sous gestion<sup>31</sup>. Pitt-Watson (2009) montre comment de faibles variations de ces taux peuvent avoir des effets cumulatifs considérables sur le montant des retraites versées à l'épargnant final. L'auteur de la *London Business School*

et défenseur des épargnants, s'exerce à considérer un stock d'épargne accumulé progressivement pendant quarante ans de vie active et diminué progressivement sur vingt ans de retraites. Il montre alors qu'un taux de commissions de 0,5 % pourra correspondre à une ponction, déjà non négligeable, de 15 % sur les retraites versées, alors qu'un taux de 1,5 % se traduira par un prélèvement de 38 %. Au final, tout le monde y perd : l'épargnant en haut de la chaîne, et l'entreprise pressurisée en bas de la chaîne. On comprend en revanche pourquoi les rémunérations des gérants de fonds ne cessent quant à elles d'augmenter.

Un autre type de délégation démontre à quel point les investisseurs financiers ne sont plus engagés dans les entreprises : ces derniers peuvent externaliser la gestion de leurs droits de vote pour les assemblées générales d'entreprises dans lesquelles ils sont actionnaires. On a alors recours à des *proxy advisors*. La plus grande société de *proxy advisors* est *Institutional Shareholders Services* (ISS). Elle représente plus de 1 700 clients institutionnels incluant les 25 plus grands *mutual funds* et les 17 plus gros fonds de pension publics. Selon ISS, ces *proxy advisors* couvrent plus de 40 000 assemblées générales (AG) dans plus de 100 pays avec plus de 250 personnes dédiées à la recherche sur la gouvernance d'entreprise. Cela signifie que chacun d'eux a en moyenne à couvrir plus de 160 AG par an, c'est-à-dire 3 AG par semaine sur toute l'année. On comprend rapidement qu'il est impossible de faire du conseil spécialisé dans ces conditions, et que les votes seront donc nécessairement gouvernés par des objectifs standardisés de performance, que l'actionnaire de référence soit un investisseur de long terme ou pas.

Au final, pour filer la métaphore de Keynes sur les marchés financiers assimilables à des casinos, la -délégation de gestion d'actifs signifie que les investisseurs à potentiel de long terme confient leur épargne à un tiers (la société de gestion), sans même mettre les pieds dans le casino. Pour la délégation des droits de vote à des *proxy advisors*, cela signifie que l'investisseur entre dans le casino, mais qu'il se laisse ensuite guider par le *proxy advisor* qui le conduira de table en table et de machine en machine, en lui indiquant précisément ce qu'il doit jouer : l'investisseur n'est plus que la marionnette, l'homme de paille du *proxy advisor*. Bien évidemment, dans les deux cas de délégation, l'investisseur à potentiel de long terme doit payer pour ces services, et il repartira du casino en voyant ses gains dépouillés de frais de gestion (exemple dans encadré ci-après).

Alors que les investisseurs de long terme ont le potentiel de ne pas réclamer des dividendes exubérants, n'ayant pas de contraintes de liquidité à court terme (les retraites qu'ils doivent verser aux cotisants sont des engagements à l'horizon de plusieurs années), ils offrent leurs liquidités à des fonds d'investissement qui vont placer ces sommes dans des entreprises à qui ils réclameront des dividendes élevés. Voilà comment un potentiel de long terme finit par renforcer le court-termisme de la finance et resserrer l'étau sur les entreprises ! Pour la société dans son ensemble, il s'agit d'un double gâchis : la multiplication des délégations de gestion accroît le nombre d'intermédiaires et augmente le coût du service d'intermédiation financier ; la délégation pervertit une épargne longue en épargne courte étouffant les entreprises, alors que les investisseurs de long terme auraient pu agir dans la gouvernance d'entreprise pour tempérer cette pression court-termiste s'ils avaient investi directement.

### ***Le fonds de pension Calpers : une pléthore de gestionnaires externes***

Avec 237 milliards de dollars sous gestion, le plus gros fonds de pension américain détenait en 2012 plus de 10 000 firmes cotées sous forme d'actions en utilisant les services de gérants internes mais aussi près de 40 gestionnaires *equity* externes et 296 sociétés de courtage. Le fonds de pension passait par 4 sociétés externes dans le *fixed income* (titres à revenus fixes) pour ses placements obligataires et autres actifs financiers, 124 dans les placements immobiliers (*real estate*) et 134 dans le *private equity*. Enfin, pour exercer leurs droits de

vote, Calpers utilisaient les services de 3 firmes de conseils de vote (*proxy advisory firms*). Au total, Calpers a payé en 2012 près de 974 millions de dollars de commissions pour la gestion externe : la plus grosse part allait aux gérants de *private equity* (500 millions).

### *Les investisseurs de long terme : les biais réglementaires court-termistes*

À ces longues chaînes de délégation de gestion d'actifs s'ajoute une réglementation qui, on va le voir, encourage les investisseurs financiers postulés à long terme à avoir des comportements de court terme. En effet, ces inter-médiaires financiers agissent dans des cadres réglementaires relativement divers, plus ou moins contraignants, et qui évoluent dans le temps. On distingue en général trois types d'exigences réglementaires : celles liées aux placements (actif du bilan), celles liées au financement et aux engagements souvent contractuels (passif du bilan) et enfin celles liées à l'évaluation (modes de valorisation comptable). Actuellement, les débats sont tendus sur les aménagements à apporter au cadre prudentiel des fonds de pension (directive IORP), des banques (accord de Bâle 3) et des compagnies d'assurances (Directive Solvabilité II) à l'échelle européenne, mais aussi sur les normes comptables internationales IFRS32 (International Financial Reporting Standards). La lenteur du processus réglementaire et de la normalisation comptable révèle la difficulté à aboutir en minimisant les effets indésirables, notamment les biais court-termistes. Quels sont les effets de l'harmonisation comptable et des réglementations prudentielles sur le comportement de placement des intermédiaires financiers, et *in fine*, sur l'investissement productif des entreprises ?

- La réglementation comptable : des normes

comptables internationales IFRS court-termistes

Depuis le 1er janvier 2005, toutes les sociétés financières et non financières cotées en bourse doivent établir et publier leurs comptes consolidés aux normes IFRS. La problématique de la reconnaissance comptable de l'investissement de long terme peut s'analyser principalement autour des normes IAS 39-IFRS 9 pour la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers basées sur une évaluation en valeur de marché et IFRS 4 pour la comptabilisation et l'évaluation des contrats d'assurance. Banques et assurances sont particulièrement concernées car elles possèdent une grande quantité d'actifs financiers dans leur bilan. Ces normes impliquent des changements majeurs dans la manière de comptabiliser les actifs. Contrairement aux normes comptables françaises, les IFRS ne prévoient pas de préconisations spécifiques pour les banques et assurances et considèrent la « juste valeur » (*fair value*), généralement entendue comme valeur de marché, comme la principale méthode d'évaluation des actifs financiers ; ce faisant, l'évaluation au coût historique devient une exception (Ernst & Young 2005).

– Principes de base et intérêts de la « juste valeur »

La méthode de la « juste valeur » consiste à inscrire dans le bilan la valeur des actifs telle qu'elle apparaît sur le marché, et introduit donc dans les bilans la variabilité des marchés financiers. La méthode au coût historique consiste à inscrire dans le bilan les actifs à leur valeur d'acquisition, dépréciée périodiquement par l'amortissement. Comme cette dernière ne permet pas de comptabiliser les plus-values latentes, les fluctuations du marché ne sont pas systématiquement répercutées dans les états financiers et notamment au compte de résultat. Selon le normalisateur comptable, le choix de la « juste valeur » comme méthode d'évaluation préférée se justifie par la primauté donnée aux investisseurs financiers destinataires privilégiés de l'information financière.

La comptabilisation à la « juste valeur » repose aussi sur l'hypothèse d'efficience des marchés qui suppose que les prix de marché reflètent toujours l'intégralité de l'information disponible.

De manière générale, cela implique que les prix de marché fournissent des informations précises permettant la meilleure allocation des ressources. L'hypothèse sous-jacente à la comptabilité en « juste valeur » est que les prix provenant de transactions de marché dans des conditions de concurrence normale reflètent des analyses efficaces de toutes les informations nécessaires pour créer une évaluation pertinente.

La valeur de marché contribuerait ainsi à diminuer les asymétries d'informations entre les investisseurs financiers et les entreprises qui recherchent des fonds et donc le coût de cette finance externe. En somme, la « juste valeur » serait plus informative pour les investisseurs que le coût historique. Destinée à améliorer le contenu de l'information financière, elle serait également plus fiable et moins manipulable par les dirigeants d'entreprises. Enfin, elle faciliterait la comparabilité internationale des comptes. Cette représentation comptable de la firme, à destination des actionnaires, véhicule donc une conception particulière de l'entreprise : celle-ci serait une collection d'actifs dont les éléments doivent être évalués en temps réel, l'actionnaire pouvant ainsi se faire une idée du cash qu'obtiendrait l'entreprise si elle se mettait à vendre ses actifs.

– Le biais court-termiste de la « juste valeur »

Malgré une littérature abondante soutenant la comptabilité en « juste valeur » (*fair value*) et ses avantages pour la comptabilité financière (fiabilité, transparence, comparabilité), les normes IFRS sont principalement critiquées pour amplifier excessivement la volatilité des comptes des intermédiaires financiers lors des périodes haussières ou baissières des marchés financiers (on parle de procyclicité). Les réponses au livre vert de la Commission européenne sur le financement de -l'investissement à long terme permettent de recenser ces critiques (Voir Encadré ci-dessous).

### ***Le livre vert de la Commission européenne sur le financement de l'investissement à long terme***

Dans le cadre du projet de croissance 2000-2025, la Commission européenne (CE) a publié en mars 2013 un livre vert visant à lancer un débat sur le problème du financement à long terme.

Les livres verts offrent en général un éventail d'idées pour lancer une consultation à l'échelle européenne, sur un thème précis. Les parties, organisations et individus intéressés par le sujet, sont alors invités à exprimer par écrit leur avis sur les propositions émises, avant une date limite (avant le 25 juin 2013 pour ce livre vert). Il s'agit d'initier un débat sur un sujet pas encore abordé par les politiques européennes. Cette consultation peut déboucher sur l'édition d'un livre blanc qui représente l'étape suivante en collectant un ensemble argumenté de propositions d'actions communautaires dans un domaine spécifique. Les étapes préparent des décisions politiques et une politique européenne concertée.

Ce livre vert posait 30 questions que l'on peut regrouper en 8 grands domaines parmi lesquels la définition de l'investissement à long terme, le rôle des banques et des investisseurs institutionnels dans le financement de long terme, l'impact de la réglementation prudentielle et comptable des intermédiaires financiers sur l'investissement à long terme, la question de la fiscalité au regard de l'investissement à long terme, etc.

Sur les 292 réponses rendues publiques par la CE en novembre 2013, nous en avons traité 257 (257 parties prenantes ont répondu à un moins une question. 8 réponses n'ont pas été publiées et 27 réponses en -hollandais, en italien ou en allemand n'ont pas été traitées). Les réponses sont analysées par catégorie de répondants : les intermédiaires financiers (banques, assurances, fonds de pension, autres fonds d'investissement), les intermédiaires de marché (auditeurs, comptables, consultants, opérateurs de marché) les régulateurs et superviseurs, la société civile et les sociétés non financières. Plus de la moitié des réponses (60 %) émanent du

secteur financier, et notamment des intermédiaires financiers. Les 40 % de répondants non financiers se répartissent entre les sociétés non financières (22 %) et la société civile (18 %). Il y a donc eu une mobilisation aussi bien de la part du secteur financier que non financier. Mais la représentation des pays varie beaucoup.

Les réponses émanent de 19 pays différents avec une forte représentation de la France (23 % des réponses) et de la Grande-Bretagne (18 %), loin devant l'Allemagne (6 %). Les autres pays sont très minoritaires, chacun représentant moins de 2 % des répondants.

L'analyse des réponses sur la question du court-termisme de la comptabilité en « juste valeur » entendue comme valeur de marché (question 20 du livre vert<sup>33</sup>), montre que les répondants estiment que la « juste valeur » produit des effets court-termistes (Demaria, Rigot, 2015). Même si beaucoup soulignent les effets positifs de la « juste valeur » sur l'information comptable (bonne représentation du risque et de l'information des investisseurs), les répondants mettent l'accent sur les effets négatifs de ce type de comptabilité : l'accroissement de la volatilité des états financiers en « juste valeur », le court-termisme induit par la « juste valeur » dans le comportement des investisseurs et des managers et l'effet procyclique.

– L'augmentation de la volatilité des états financiers

Les fluctuations de marchés instantanées produisent une information biaisée pour les acteurs de ces marchés. Ces derniers seraient conduits à agir en prenant, d'une part, des décisions qui font abstraction de l'horizon de détention initial et des performances réelles des firmes, et en adoptant, d'autre part, un comportement lié aux variations de marché qui conduit à la procyclicité. Dans la mesure où la comptabilité en « juste valeur » est destinée à des investisseurs actuels et potentiels afin de leur permettre des décisions économiques pertinentes dans l'immédiat, elle ne correspond pas aux besoins des investisseurs de long terme, soucieux d'apprécier la performance sur la durée. Les variations du marché ne représentent pas la performance des sociétés qui se positionnent sur des cycles de long terme. La critique la plus fréquente est que la « juste valeur » conduit à un court-termisme introduisant la volatilité dans les états financiers (bilan et compte de résultat).

– La perspective économique est raccourcie

Selon les répondants, cette volatilité comptable est artificielle. Elle ne représente pas nécessairement la performance économique des placements. Les assureurs mettent en avant le fait que cela les incite à gérer leur portefeuille de moins en moins dans une perspective économique (en fonction du profil de leurs passifs), mais de plus en plus d'un point de vue comptable. Intégrer les contraintes comptables dans les choix d'investissement est préjudiciable au financement de l'économie, car cela peut conduire à délaisser certains secteurs peu capitalisés (comme les entreprises innovantes et les *start ups*) ainsi qu'à abandonner le financement de la dette longue des projets d'infrastructure qui sont cruciaux pour la croissance économique.

Selon les praticiens interrogés, la volatilité introduite par les règles comptables a un effet indirect sur leur allocation d'actifs : un raccourcissement de l'horizon de placement, ce qui entre en contradiction avec les fondements de leur métier consistant à générer des flux de revenus à long terme. En effet, l'évaluation à la « juste valeur » des actifs financiers qui sont acquis pour être détenus à long terme n'a pas vocation à être estimée à la valeur de marché instantanée.

– Effet procyclique

Enfin, dernière critique, l'usage comptable de « juste valeur » pour évaluer des actifs détenus sur un horizon à moyen-long terme induirait un effet procyclique important sur l'allocation

d'actifs. En d'autres termes, la « juste valeur » peut être une incitation à investir sur un actif en phase de marché haussier, et à les vendre lorsque le marché est à la baisse. Ce comportement, connu pour accentuer les cycles de marché, s'avère préjudiciable dans la mesure où les assureurs et les fonds de pension, en tant qu'investisseurs de long terme devraient avoir une stratégie contracyclique.

- La réglementation prudentielle : quelques biais court-termistes

Outre les exigences comptables, les intermédiaires financiers sont soumis à des contraintes réglementaires. En effet, leurs activités constituent l'un des domaines traditionnels de l'intervention publique. Celle-ci peut néanmoins revêtir des formes très différentes en fonction des objectifs fixés par les autorités et des modes d'actions qu'elles ont jugés légitimes d'employer. Depuis plus de trente ans, on observe une évolution progressive vers un modèle d'autorégulation où les acteurs financiers se fixent de plus en plus les règles de prudence à ne pas enfreindre pour leurs différentes activités : c'est un peu comme si un conducteur de voiture fixait lui-même les vitesses maximales à ne pas dépasser en ville, sur route ou autoroute.

#### *Les exigences prudentielles bancaires*

Dans le secteur bancaire, cette évolution vers l'autorégulation a débuté à la fin des années 1970 au niveau international. Elle a été pilotée par le Comité de Bâle, dont le siège est à la Banque des règlements inter-nationaux (BRI). L'accord de Bâle 1 (1988) se donne pour objectif de prévenir les faillites bancaires et -d'atténuer les inégalités concurrentielles entre les banques inter-nationales en exigeant un ratio de capital pondéré par le risque de crédit égal à 8 % (voir encadré p. 212). Autrement dit, les banques sont obligées de mettre de côté des fonds propres pour couvrir les pertes éventuelles en cas de risque de crédit (risque de non-remboursement).

Puis, les transformations du secteur bancaire, visant à orienter leurs activités vers les marchés financiers, ont conduit les régulateurs à faire des amendements avec l'adoption de l'accord de Bâle 2 (2004). Celui-ci comprend trois piliers qui correspondent en quelque sorte à trois niveaux de réglementations. Dans le premier pilier, on assiste à un changement majeur avec l'introduction du contrôle interne. Autrement dit, les banques sont autorisées à utiliser leurs propres modèles pour calculer les risques et déterminer les exigences de fonds propres réglementaires relatifs à ces risques. Ces derniers ont été fixés à 8 % pour couvrir leurs risques de crédit, risques de marché et risques opérationnels. Dans le deuxième pilier, une surveillance prudentielle est introduite, permettant aux superviseurs d'exiger des fonds propres réglementaires supérieurs à 8 %, s'ils estiment que la banque prend des risques excessifs. Enfin, le dernier pilier, « discipline de marché », impose une plus grande transparence sur l'actif, les risques et la gestion des banques ainsi qu'une meilleure communication d'informations dont l'harmonisation sera facilitée par l'adoption en 2005 de normes comptables inter-nationales IFRS.

Le dernier accord de Bâle 3 (adopté en 2010) et sa transposition européenne avec la directive CRD 434 et le règlement CRR35 (2013) durcissent incontestablement la régulation bancaire avec une application progressive de la plupart des mesures et modifications proposées. Le Comité de Bâle se laisse la possibilité, pour certaines banques, d'en modifier le calibrage selon les retours d'études d'impact et les consultations des parties prenantes. L'accord repose sur quatre mesures principales : des fonds propres renforcés, des ratios de couverture de liquidité à terme et long terme plus élevés, une plus grande maîtrise de l'effet de levier et des surcharges en capital pour les banques systémiques. Si ces nouvelles exigences sont légitimes au regard de la stabilité financière (la crise de 2008 ayant montré les lacunes du modèle réglementaire bancaire), elles peuvent néanmoins poser question au regard de l'investissement

à long terme. En effet, l'augmentation des exigences en fonds propres pourrait se traduire mécaniquement par une diminution des financements de long terme car plus coûteux en ratios prudentiels. D'une part, la mise en place de ratios de liquidité pourrait obliger les banques à détenir davantage d'actifs liquides, et d'autre part, elle pourrait réduire la capacité de transformation de maturité des banques.

#### *Le renforcement des fonds propres réglementaires*

Le renforcement des fonds propres réglementaires s'est avéré nécessaire car la crise de 2008 a montré que la définition du capital avait été largement galvaudée. La majorité des banques respectaient le ratio réglementaire de 8 % ; cependant, elles avaient un ratio de « capital dur<sup>36</sup> » sur actif pondéré de l'ordre de 2 % et cela pouvait même être inférieur. Le Comité de Bâle a donc décidé de renforcer les exigences de capitalisation sur toutes les expositions liées aux activités de négoce/de marché (qui ont généré des pertes importantes pendant la crise), aux opérations de titrisation complexes et aux expositions sur les véhicules hors bilan. Il en va de même des risques de contreparties liés notamment aux activités sur produits dérivés. L'objectif est de mieux couvrir en capital ces expositions et d'accroître les incitations à passer de contrats dérivés de gré à gré (sans chambre de compensation) à des marchés régulés avec contreparties centrales. Ce renforcement est substantiel car les nouveaux seuils réglementaires équivalent à un triplement au moins des exigences entre Bâle 2 et Bâle 3 en raison des redéfinitions plus strictes du numérateur et du dénominateur. Le Comité de Bâle se concentre donc sur les fonds propres durs : actions ordinaires (capitaux apportés par les actionnaires) et résultats mis en réserve (accumulation de bénéfices retenus).

#### *Introduction des ratios de liquidité*

De la même façon, l'introduction de ratios de liquidité est apparue nécessaire car la crise de 2008 a montré que les difficultés de solvabilité des banques pouvaient provenir non seulement de la qualité des actifs mais aussi de problèmes de liquidité liés à leur refinancement et en particulier aux interactions entre illiquidité de marché (actif du bilan) et illiquidité de financement (passif du bilan). Le risque de liquidité présente des caractéristiques intrinsèquement systémiques car il suscite des réactions en chaîne des banques aux stress sur la liquidité ; autrement dit, la réaction d'une banque à une pénurie de liquidité peut se transmettre aux autres banques. On parle alors de spirales d'illiquidité : la contraction de la liquidité de marché implique un rationnement de la liquidité de financement. Dès lors, les banques ne peuvent plus faire de transformation de maturité. L'objectif d'une réglementation sur la liquidité bancaire vise donc à accroître la résilience des banques à ces stress sur la liquidité, c'est-à-dire aux crises sur les marchés financiers (qui touchent l'actif des banques) et aux pénuries temporaires de financement (au passif).

C'est pourquoi le Comité de Bâle a introduit deux types de ratios à court terme LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) et à long terme NSFR (*Net Stable Funding Ratio*) afin de renforcer la résilience des banques, en s'assurant que les établissements sont capables de résister à des crises sur un mois et sur un an respectivement. Avec le LCR, on incite les banques à avoir des actifs de bonne qualité, c'est-à-dire, restant liquides sur les marchés même en cas de stress et idéalement éligibles à la banque centrale. Avec le NSFR, on les incite à financer des activités à partir de sources de financement plus stables. Ce ratio, correspondant au montant du financement stable disponible rapporté au montant du financement stable exigé, devrait en permanence être au moins égal à 100 %. Autrement dit, les actifs à long terme (supérieur à 1 an) doivent être financés par des ressources d'échéances identiques.

### *Introduction d'un ratio de levier simple*

Pour répondre à certains excès mis à jour par la crise financière, les instances de régulation ont décidé de rendre obligatoire un ratio de levier simple permettant de faire apparaître l'effet de levier des établissements bancaires. L'introduction d'un tel ratio non pondéré, vise à limiter l'accumulation de levier excessif qui a pu être observée avant la crise. En effet, dans ce ratio défini comme le rapport des fonds propres de base sur le total des actifs incluant les opérations de hors-bilan, les actifs moyens pondérés ne sont plus pris en compte. C'est un ratio insensible au risque, considéré comme un « filet de sécurité » au cadre solvabilité.

Une telle réglementation est en accord avec la logique macroprudentielle plébiscitée par le G20 puisqu'elle contraint, en période d'euphorie financière, les banques soit à lever du capital, soit à limiter la croissance de leur bilan. Un ratio de levier simple présente également l'avantage d'être facile à mesurer, publiquement vérifiable, comparable au niveau international pour des lecteurs des comptes non professionnels ou professionnels et difficile à manipuler. Il agit indépendamment de toute hypothèse complexe de modélisation et de procédure de calibration pour le calcul des actifs et réduit donc le risque de capture<sup>37</sup> du régulateur et d'arbitrage de régulation. Ce ratio est censé prémunir contre « l'illusion de la mesurabilité du risque » (Hellwig 2008). Il s'agit, selon le Comité de Bâle, « de mettre en place des garde-fous supplémentaires contre le risque de modèle et l'erreur de mesure, en complétant la mesure fondée sur le risque par une mesure simple, transparente et indépendante du risque. » (BCBS 2010). Le total des engagements et actifs ne doit pas dépasser 33 fois le capital réglementaire, quelle que soit leur pondération (soit un ratio de levier de 3 %). Selon certains travaux, la complexité des modèles de risque aurait permis aux banques de diminuer artificiellement la charge de capital réglementaire (Haldane, Madouros 2012 – Mariathasan, Merrouche 2013). Par comparaison, le régulateur canadien impose un ratio de 5 à ses banques soit une limite des actifs et certains postes du hors-bilan fixé à 20 fois le capital. Les banques canadiennes ont été parmi les moins touchées par la crise financière... Il ne devrait être effectif qu'en 2018.

### *Ajout d'un volet contracyclique*

À ces trois nouveaux ratios, s'ajoute une composante contracyclique. Autrement dit les banques devront accumuler des coussins en capital en période normale pour pouvoir être utilisés quand la situation se détériore. L'idée est de ne pas pénaliser le financement de l'économie quand les banques font des pertes. Ce choix est justifié car la crise financière de 2008 a montré l'insuffisance de l'approche microprudentielle fondée exclusivement sur les exigences de fonds propres et la gestion des risques individuels des banques. La prévention du risque systémique implique une approche globale, macroprudentielle des risques (Borio, 2010) visant à contrebalancer le caractère procyclique des exigences de capital : en période de croissance, le crédit et les prix d'actifs augmentent et alimentent à leur tour la croissance. Le taux de défaut des entreprises est bas et les prix des titres sont hauts et font progresser mécaniquement la valeur de leurs fonds propres des banques : les ratios de fonds propres sont alors peu contraignants pour les banques. À l'inverse, quand le cycle se retourne, la restriction du crédit et la chute des prix d'actifs provoquent la récession. Les taux de défaut augmentent et les prix des titres et des collatéraux diminuent et font chuter la valeur de leurs fonds propres.

- La réglementation prudentielle des banques : confrontation entre les approches de la société civile et celles des banques dans le livre vert

Les réponses relatives aux questions réglementaires au livre vert sur l'investissement à long terme (question 10 du livre vert<sup>38</sup>) suggèrent que deux approches -s'opposent concernant l'impact des exigences de capital.

Pour les répondants bancaires, les exigences de capital supplémentaires vont les obliger à se recapitaliser, ce qui va augmenter leurs coûts de financement (la -recapitalisation s'opérant par levée de capitaux auprès des actionnaires ou par bénéfices retenus, c'est-à-dire en ne versant plus de dividendes aux actionnaires). Dans le même temps, leur rendement sur capital, le *Return on equity* (ROE) va diminuer, ce qui va les rendre moins attractifs aux yeux des actionnaires potentiels. La difficulté à obtenir le capital -réglementaire nécessaire les obligerait à éviter les actifs les plus coûteux en -pondération des risques qui sont principalement les actifs de long terme et les prêts aux PME. Quant aux coûts supplémentaires de financement, ils seront répercutés sur les clients. Ce sera donc la double peine pour les PME dont les crédits seront rationnés et plus chers. Le processus de désendettement (réduction du levier, de la dette), conséquence des nouvelles exigences prudentielles, serait donc une cause majeure du déficit de financement à long terme de l'économie européenne et de la faible croissance. Plus précisément, selon les répondants bancaires, les prêts (aux entreprises, aux PME, hypothécaires ou financement d'infrastructures), considérés comme les principaux instruments de financement à long terme, comptent parmi les actifs les plus coûteux en capitaux réglementaires et les moins rentables sous les exigences de fonds propres de Bâle 3. Cette calibration du ratio de solvabilité va conduire à pénaliser les prêts aux échéances longues *a priori* plus risqués que des prêts à court terme. Dans un contexte où les banques doivent augmenter leur capital, ces dernières sont amenées à diminuer leur financement de long terme si elles veulent maintenir leur retour sur fonds propres. Ainsi, du point de vue des banques, le financement à long terme n'est problématique que parce qu'il -viendrait réduire la marge de leurs actionnaires.

Pour la société civile, l'approche est radicalement différente : les normes prudentielles devraient avoir un impact favorable sur l'investissement à long terme. Selon elle, la recapitalisation des banques est indispensable pour la stabilité financière. Elle ne s'accompagne pas nécessairement de coûts supplémentaires : avec -l'amélioration des bilans, les actionnaires des banques sont susceptibles d'accepter des rendements sur capital (ROE) plus faibles en contrepartie d'une sécurité accrue. En effet, dans la période pré-crise (décennie 2000), les grandes banques systémiques américaines et européennes se sont lancées dans une course au ROE autour de 20 % soit environ le double de ceux des secteurs non financiers. La crise a montré le caractère insoutenable de ces niveaux de rentabilité.

- Le court-termisme bancaire n'est pas né avec la réglementation

Si des biais court-termistes existent du fait de la réglementation, ils sont toutefois à relativiser. La baisse des financements par crédits bancaires a commencé avant la crise et les nouvelles exigences prudentielles. Selon Haldane *et al.* (2010), dans la période pré-crise, les banques ont eu tendance à accroître leurs actifs principalement *via* l'accroissement de la part du *trading book*<sup>39</sup> (évalués en *fair value*) dans le bilan relativement au *banking book*<sup>40</sup>. Parmi les banques systémiques globales (US, EU) la part des prêts à la clientèle est tombée -d'environ 35 % du bilan en 2000 à 29 % en 2007, sur la même période les actifs en *trading book* ont presque doublé de 20 % à près de 40 %. Cette part -croissante du *trading book* est associée à des ratios de levier très élevés pour les plus grandes banques mondiales. En France, selon Couppey-Soubeyran *et al.* (2015), le crédit aux entreprises représente moins de 10 % de l'actif des banques – le tournant date du début des années 2000, soit avant la crise et *a fortiori* avant Bâle 3. À partir du début des années 2000, la croissance des bilans bancaires s'est accélérée en Europe et les banques ont massivement réorienté leurs activités vers les marchés, sans toutefois les réorienter vers les entreprises. Seulement 14 % des 8 400 milliards de bilans des banques françaises « trop grosses pour faire faillite » vont au financement des entreprises. En Allemagne, la contribution des banques au financement des entreprises est à peu près la même ; c'est plus qu'au Royaume-Uni, moins qu'en Espagne ou en Italie, et ce

n'est qu'un peu en dessous de la moyenne européenne (17 % des 13 900 milliards d'euros -d'actifs de l'ensemble des banques de la zone euro à fin 2014). Autrement dit, les liquidités abondantes que les banques obtenaient avant la crise sur les marchés, et qu'elles obtiennent aujourd'hui auprès de la banque centrale, ne viennent pas financer l'investissement du secteur privé et notamment les PME.

Malgré ces évidences, les pressions du lobby bancaire ont été suffisamment fortes en Europe pour amener la Commission européenne à lancer un appel destiné à identifier « les fardeaux réglementaires non nécessaires » de la législation bancaire et financière (*Financial Times*, 1er octobre 2015). Lord Jonathan Hill, nouveau Commissaire en charge des marchés financiers, a exprimé le besoin de faire le bilan des quelque 40 lois prises sous la houlette de Michel Barnier entre 2010 et 2014. Le but est de cibler les « conséquences -inattendues » et les interconnexions qui pourraient survenir du fait de ce durcissement des réglementations bancaires et financières. Faire le ménage en somme et garantir que l'étau qui s'était timidement resserré autour des banques à la suite de la crise se relâche...

- Les exigences prudentielles des assureurs

La réglementation des compagnies d'assurance est proche de celle des banques dans la mesure où elles sont tenues, depuis la directive Solvabilité 1 (1973), de disposer de fonds propres supérieurs à un certain montant minimum. Cette exigence complète d'une part les dispositions relatives au calcul et à l'établissement des provisions techniques<sup>41</sup> et d'autre part l'ensemble de la réglementation des placements des assureurs. Aujourd'hui, les règles prudentielles en vigueur sont celles de Solvabilité 142, la directive -européenne des -assurances vie et non-vie. Selon ce texte communautaire, toute entreprise d'assurance doit justifier de l'existence d'une marge de solvabilité suffisante relativement à l'ensemble des activités pour garantir les pertes éventuelles. Grossièrement, le besoin en marge de solvabilité est calculé indépendamment du risque *via* une formule simple en fonction des primes et des sinistres en assurance non-vie, des capitaux sous risques en assurance décès, et de provisions mathématiques en assurance vie. Autrement dit, Solvabilité 1 requiert très peu de calculs complémentaires aux arrêtés comptables.

Afin de prendre en compte les différents types de risques auxquels les sociétés d'assurances sont exposées, les règles de solvabilité ont été amendées avec Solvabilité 2 pour garantir l'ensemble des engagements. L'idée était à l'origine de corriger les insuffisances de Solvabilité 1. D'une façon générale, on peut dire que la tendance a été de reproduire la réglementation des banques sur celles des assurances qui n'ont pourtant pas le même profil de bilan. Solvabilité 2 introduit un calcul beaucoup plus complexe<sup>43</sup> du capital, par principe fondé sur le profil de risque de la compagnie d'assurances et la volatilité de l'environnement.

À l'instar des banques, les exigences de Solvabilité 2 couvrent tout le champ de la gestion des risques et sont structurées en trois piliers : des exigences quantitatives pour les calculs des provisions techniques et de fonds propres ; des exigences en matière d'organisation et de gouvernance ; des exigences en matière d'informations prudentielles et de publication. La directive « -Solvabilité 2 » (directive 2009/138/CE) adoptée au printemps 2009, fixant les grands principes de la réforme, devait entrer en vigueur en 2012 mais n'a cessé de voir cette date reculer. On parle aujourd'hui de 2016... Dans cette nouvelle directive, le niveau des capitaux propres devra être proportionné au risque des passifs et actifs détenus par les assureurs : plus un actif sera risqué, plus les capitaux propres réglementaires (exigence en capital) devront être élevés. Par exemple, une action d'entreprise non cotée (PME), par nature risquée (risque de faillite), conduira à avoir une exigence en capital plus importante que pour d'autres types d'actifs.

Dans la mesure où la directive n'est pas encore appliquée, il serait plus correct de parler d'impact potentiel de Solvabilité 2. Toutefois, comme la plupart des institutions financières, les compagnies d'assurances anticipent la régulation en essayant de s'y conformer bien avant la date d'entrée en application. Des études d'impact réalisées depuis 2005 dites *Quantitative Impact Study* (QIS) ont mis en avant certaines limites de Solvabilité 2 sur leurs placements.

En particulier, depuis la dernière étude quantitative d'impact (QIS 5) réalisée en 2010 sur la situation au 31 décembre 2009, il est apparu que la solvabilité des sociétés d'assurances était extrêmement sensible aux valeurs de marché des actifs, induisant une grande volatilité des fonds propres réglementaires, de l'exigence de capital et du ratio de couverture des engagements. Aussi, afin de lutter contre une volatilité artificielle des -provisions techniques, des fonds propres et des exigences en capital liée à des situations particulières de marché à court terme, des mesures contracycliques ont été mises en œuvre.

Des mesures variées ont été prises pour contrebalancer ces effets potentiels. Ainsi, un amortisseur sur le risque action (pilier 1) a été introduit pour éviter que les assureurs désinvestissent dans les actions en période de turbulences. La mesure qui semble le plus impacter les stratégies de placement des assureurs est celle liée aux exigences en capital. Le risque de marché représente les deux tiers des exigences en capital. De même, le coût en capital réglementaire est plus élevé pour les investissements dans les actifs à maturités longues en contradiction avec les forces de retour vers la moyenne. Il l'est aussi pour les actifs alternatifs (infrastructures et *private equity*), pénalisant ainsi des investissements importants connaissant déjà des déficits de financement de long terme.

Finalement, la combinaison des ratios de solvabilité durcis pour les assureurs et de la généralisation de la comptabilité en valeur de marché a des conséquences sur leurs stratégies de placement mais aussi les techniques de transfert de risques. Elle devrait impliquer une réduction de leur exposition au risque pour diminuer la charge en capital. Les compagnies d'assurances vont avoir tendance à réduire les expositions actions et crédits, à augmenter la part des obligations souveraines longues des pays sûrs, le papier commercial court des entreprises *investment grade* au détriment des obligations *corporate* plus risquées. Des tests d'impact QIS sur les ratios de fonds propres pour les actifs jugés risqués (principalement actions, capital investissement et immobilier) montrent la moindre attractivité des investissements de long terme. Cela conduirait à utiliser davantage les techniques de transfert de risques pour gérer le risque telles que la réassurance, la titrisation et les produits dérivés, avec les conséquences bien révélées dans la crise. Le cadre prudentiel est donc peu favorable aux stratégies de long terme : non seulement il évalue mal le passif mais il incite à ne pas détenir des actions qui sont pourtant des actifs capables de délivrer des rendements de long terme.

### **Le rôle des fonds propres dans la réglementation bancaire**

Pour bien comprendre le rôle des fonds propres et de la réglementation prudentielle, prenons deux bilans bancaires simplifiés tels que :

Banque A		Banque B	
Actif	Passif	Actif	Passif
Créances	Dettes	Créances	Dettes
100	90 Fonds propres	100	96 Fonds propres
	10		4

L'actif reprend l'ensemble des activités de la banque. Ici, seule la catégorie « créances » apparaît. Une manière de justifier cette simplification est d'entendre le terme créances au sens large : les créances recouvrent à la fois les crédits accordés par la banque et les titres (actions, obligations... ) qu'elle détient. Une banque de dépôt verrait la majeure partie de ses créances constituée de crédits, là où une banque d'affaires aurait des créances davantage orientées vers les titres. Dans un souci de comparaison, notre exemple chiffré fixe l'activité à 100 des deux côtés, ce qui peut être interprété comme 100 milliards d'euros, ou plus facilement encore comme 100 % de la taille du bilan bancaire.

Le passif reprend l'ensemble des ressources de la banque. Nous faisons apparaître ici deux types de ressources différentes : les dettes et les fonds propres. Comme pour l'actif et les créances, les dettes doivent ici être interprétées dans un sens large : elles regroupent à la fois les dépôts des clients et les titres émis par la banque (obligations, certificats de dépôt... ). Une banque de dépôt verrait la majeure partie de ses dettes provenir de ses clients sous la forme de dépôts à vue, quand une banque d'affaires aurait des dettes issues davantage des titres de marché. Les fonds propres représentent l'argent appartenant en propre à la banque : il s'agit de la somme des apports initiaux des actionnaires, d'éventuelles augmentations de capital consenties dans son histoire, des profits mis en réserve exercice après exercice, ainsi que du résultat de l'exercice en cours. Notre seule différence entre les deux bilans bancaires réside dans l'importance relative des fonds propres : pour la banque A, ils représentent 10 % de l'actif ; pour la banque B, ils ne comptent qu'à hauteur de 4 % des activités de cette banque.

Toujours dans un souci de simplification, supposons que les deux banques dégagent le même montant de profit. On peut, par exemple, fixer ce montant de profit à 1, pour 1 milliard d'euros, ou exprimer d'emblée ce profit sous la forme d'une rentabilité économique en affirmant que les banques ont un ROA (*Return On Assets*) de 1 % : elles dégagent bien 1 unité de profit pour 100 unités d'activités.

### **Les fonds propres réduisent la rentabilité financière...**

Si les deux banques ont le même niveau de rentabilité économique (ROA), il n'en va pas de même de la rentabilité financière. Cette dernière se calcule en rapportant le profit non pas à l'ensemble des actifs, mais aux seuls fonds propres, c'est-à-dire à ce qui est considéré comme l'argent des actionnaires. La rentabilité financière est donc un indicateur catégoriel : elle précise le retour sur investissement pour les actionnaires, et non l'efficacité de la banque à produire un résultat économique positif. Dans notre exemple, la rentabilité financière évaluée par le ROE (*Return On Equity*) s'établit à 1 unité de profit pour 10 unités de fonds propres dans la banque A, mais à 1 unité de profit pour 4 unités de fonds propres dans la banque B : en pourcentage, cela signifie que les actionnaires de la banque A peuvent espérer un retour sur fonds propres de 10 %, mais que les actionnaires de la banque B réussiront à obtenir un rendement de 25 %. Dans la banque B, le même résultat économique est en effet dégagé en immobilisant moins de fonds propres, grâce au recours plus important à la dette. En d'autres termes, la banque B joue à plein l'effet de levier. Pour le même niveau d'activité, plus le niveau des fonds propres est faible, plus la rentabilité financière pour l'actionnaire sera élevée. Des banques orientées vers la satisfaction de la plus grande rentabilité financière possible chercheront donc à limiter au maximum les fonds propres. C'est aussi ça la financiarisation : la pression à la rentabilité ne s'exerce pas que dans les entreprises non financières.

### **... mais amortissent les chocs financiers**

Seulement, les fonds propres sont extrêmement importants pour garantir la solidité des établissements financiers. Imaginons que nos deux banques se rendent compte qu'elles détiennent des créances tellement douteuses qu'elles en deviennent totalement pourries,

intégralement perdues. Les banques doivent donc enregistrer qu'elles vont subir des pertes sur ces créances sur lesquelles elles ne récupéreront rien. Prenons un exemple chiffré en estimant à 5 unités (ou 5 %) le niveau de ces créances perdues. Si le bilan va voir le niveau d'activité réduit de 5 à l'actif, il va aussi fondre de 5 unités au passif : les fonds propres absorbent les pertes, puisqu'ils intègrent les profits de l'exercice en cours, profits qui sont ici négatifs. On voit tout de suite la conséquence pour les deux banques : les fonds propres de la banque A tombe à 5 unités, mais ceux de la banque B disparaissent en affichant une valeur potentielle de -1. Cela signifie que la banque B est en situation virtuelle de faillite : même en revendant l'intégralité de ses créances, elle n'aurait pas de quoi rembourser l'ensemble de ses dettes. L'importance des fonds propres est donc bien de garantir la solidité des banques.

### **La nécessaire réglementation des fonds propres**

Les fonds propres portent atteinte à la rentabilité financière des banques, mais dans le même temps, ils constituent le filet de sécurité permettant d'éviter la faillite de ces établissements. Laisser à elles-mêmes dans un environnement financiarisé, les banques tendent à limiter au maximum les fonds propres pour dégager la plus grande rentabilité financière possible pour leurs actionnaires. Il n'a pas été rare de voir des ROE de 20 % pour les grandes banques occidentales avant le déclenchement de la crise des *subprimes*. Puisque l'appât du gain empêche les banques d'être suffisamment prudentes, il faut les contraindre à détenir un minimum de fonds propres. Les différentes mesures de réglementation prudentielle tournent souvent autour de ce point, en cherchant à limiter la taille du levier (le rapport entre l'activité et les fonds propres). Les banques essaient pourtant régulièrement de contourner ces limites, en arguant notamment de la nécessité de pondérer les activités par les risques : l'idée serait de minorer le poids de certaines activités supposées non risquées, ce qui permettrait de libérer des fonds propres pour d'autres activités rémunératrices. On en revient toujours à cette volonté de dégager la meilleure rentabilité financière possible en étendant aussi loin que possible le levier.

### **Une pondération du capital procyclique**

Ainsi, alors que la régulation de Bâle de 1988 imposait un ratio de capital réglementaire de 8 % (8 unités de fonds propres pour 100 unités de créances), ce ratio a progressivement évolué vers un ratio de capital pondéré du risque. Toujours pour donner un exemple chiffré, supposons que les banques A et B estiment chacune que 10 unités de leur bilan peuvent être considérées comme non risquées, 30 unités peuvent être considérées comme peu risquées alors que 50 unités sont jugées d'un risque normal, et 10 unités doivent être considérées comme très risquées. À cette gradation du risque sera associée une gradation des pondérations : par exemple, 0 %, 50 %, 100 % et 150 %. Les deux banques pourront ainsi calculer un actif pondéré du risque non plus de 100 mais de 80 ( $= 0 \times 10 + 0,5 \times 30 + 1 \times 50 + 1,5 \times 10$ ). En conséquence, au lieu de présenter un ratio de capital réglementaire de respectivement 10 % et 4 %, les deux banques présenteront un ratio de 12,5 % (10/80) pour la banque A et de 5 % (4/80) pour la banque B. Apparaître mieux capitalisé est toujours bon pour obtenir la confiance du régulateur et des actionnaires et créanciers. Le problème vient du fait qu'en période de crise, il faut souvent reclasser comme risquées ou très risquées des créances jugées jusqu'alors comme peu risquées, ce qui dégrade immédiatement les ratios de capital et amoindrit la confiance des financeurs au moment où les banques en ont le plus besoin. Il faut bien en effet se recapitaliser (aller chercher de nouveaux fonds propres auprès des actionnaires) pour respecter le ratio réglementaire de 8 %. On parle à ce sujet de la procyclicité des ratios de capital : l'illusion de la bonne santé financière s'accroît en période d'euphorie (quand on estime qu'une bonne partie des créances est non risquée), mais le triste retour à la réalité se matérialise dans des baisses de ratio de capital réglementaire lorsqu'il faut bien admettre que l'on s'était un peu emporté.

## **Réduire le financement de l'économie ou la rentabilité des banques, il faut choisir.**

Les banques développent souvent l'argument selon lequel des contraintes réglementaires plus serrées les conduiraient à réduire leurs activités, notamment en diminuant le crédit aux ménages et aux entreprises. Il s'agit ici d'une vision extrêmement partielle. L'obligation de détenir plus de fonds propres ne conduit pas mécaniquement à moins d'activités, mais elle conduit mécaniquement à une baisse de la rentabilité financière : les banques seraient en effet contraintes de mettre en réserve une part plus importante de leurs profits, et donc de distribuer moins de dividendes, et/ou elles seraient poussées à émettre de nouvelles actions, ce qui réduirait là aussi les cours de Bourse. C'est contre cette baisse que se mobilisent les banques. Le renforcement des contraintes réglementaires ne pousse les banques à réduire leurs activités que parce que ces banques veulent défendre une rentabilité financière extravagante.

Les incitations à mettre en œuvre pour que les banques financent les activités de long terme sans renoncer à l'intermédiation bancaire traditionnelle et à la stabilité financière, supposent d'alléger les pondérations relatives aux financements des actifs de long terme (investissements productifs tangibles et intangibles) mais aussi de remettre en cause la course à la rentabilité sur capitaux propres dans laquelle le secteur bancaire est engagé. Nous soutenons l'idée que les ROE bancaires des années 2000 étaient insoutenables. Entre 2002 et 2014, le ROE des industries américaines et européennes variaient entre 10 % et 13 % alors que celui des banques universelles était de 10 % et 20 % de 2002 à 2005 puis oscillait entre 20 % et 30 % de 2004 à 2007 pour baisser drastiquement après. La crise a montré le caractère insoutenable de ces niveaux de ROE (Villerooy de Galhau, 2015).

- La réglementation des fonds de pension

Les fonds de pension sont relativement moins touchés par ce mouvement d'harmonisation. Même s'il existe un cadre réglementaire commun aux fonds de pension européens avec la directive IORP44, on considère que ce cadre est *a minima* et loin d'être harmonisé. La réglementation des fonds de pension reste encore très hétérogène selon les pays. En conséquence, il n'existe pas d'étude systématique d'impact global des régulations des fonds de pension. Toutefois, une étude sur les fonds de pension à prestations définies individuelles américains, canadiens et néerlandais portant sur une période longue (1990-2011) a cherché à déterminer l'impact de la régulation sur les choix d'allocation d'actifs (composition du portefeuille en actions, obligations et autres actifs financiers), en se focalisant sur une dimension importante : la capacité à investir dans des actifs risqués (comme le suppose l'investissement à long terme) (Boon, Brière, Rigot, 2015). L'analyse empirique montre que les facteurs réglementaires ont autant voire plus d'importance sur l'allocation d'actifs que les caractéristiques individuelles et institutionnelles des fonds de pension. Par exemple, les fonds de pension avec des participants jeunes (donc de faible maturité) investissent plus dans les actifs risqués, un comportement qui se retrouve de manière générale parmi les fonds de pension qui bénéficient d'un fonds de garantie des retraites. Parmi les contraintes réglementaires, les exigences de solvabilité basées sur le risque et l'évaluation en *mark to market* (valeur de marché) ont l'impact le plus fort, poussant à une réduction d'environ 7 % des placements dans les classes d'actifs risqués (en prenant en compte l'effet de la crise de 2008-2009).

- La réglementation des autres investisseurs

S'agissant des autres investisseurs postulés à long terme comme les fonds souverains et les fonds de dotations universitaires, les biais court-termistes réglementaires sont moins importants. La réglementation des fonds perpétuels est plus difficilement identifiable dans la mesure où ils n'ont pas d'engagement contractuel et que leur objectif est plus ou moins bien défini, sans parler de l'opacité qui entoure généralement ces fonds. Ils ont donc

potentiellement la possibilité d'investir dans les classes d'actifs de leur choix parmi lesquels les alternatifs et les actions. C'est le cas des fonds de dotations universitaires (*endowments*) comme Yale et Harvard qui investissent énormément dans les placements alternatifs de type *hedge funds* et *private equity*. Toutefois pour les fonds souverains, la liberté d'investissement est souvent strictement encadrée par la banque centrale ou le ministère de l'Économie. En conséquence, ils ont eu une gestion plutôt conservatrice, à l'exception du fonds souverain norvégien.

### ***Les réformes financières post-crise***

Après l'éclatement de la crise des *subprimes* en 2007, on a assisté à une refonte de la régulation financière sous l'impulsion du G2045. Dès 2008, ce club a jeté les bases d'un agenda ambitieux qui se devait d'être à la hauteur de la gravité de la crise financière mondiale. L'année 2008 marque ainsi un tournant après plus de trois décennies de libéralisation financière, sonnante la fin du consensus selon lequel les systèmes financiers pouvaient s'autoréguler. Suite à une crise provenant des excès de la finance, la nouvelle régulation financière doit être forcément coûteuse pour le secteur financier ; mais il ne faudrait pas oublier les gains en termes de stabilité financière et de financement de l'économie. Nous présentons les réformes les plus importantes.

#### *La réforme de la réglementation bancaire*

Elle constitue le premier chantier avec les accords de Bâle 3 et leur transposition européenne (directive CRD 4 et règlement CRR) qui représente incontestablement une régulation plus contraignante pour les banques : des fonds propres renforcés, des ratios de couverture de liquidité à court et long termes plus élevés, une plus grande maîtrise de l'effet de levier (ratio de levier simple) ainsi que des surcharges en capital pour les banques systémiques.

En plus de Bâle 3, la structure des banques a été réformée dans certains pays européens (France, -Allemagne, Royaume-Uni) pour répondre aux -inefficiences inhérentes aux banques universelles<sup>462</sup> : ces dernières, associant des activités de banques de détail et de banque de marché, bénéficient ainsi de l'extension des garanties implicites de l'État aux activités de *trading* en cas de problèmes. L'idée est de faciliter la résolution des faillites car de telles banques ne sont pas seulement trop grosses pour faire faillite mais aussi trop complexes et trop interconnectées.

#### *La réforme du cadre de supervision*

Deuxième grand chantier, cette réforme vise à contrôler la bonne application des contraintes réglementaires par les acteurs en adoptant un système intégré coordonnant les niveaux micro et macroprudentiels. Au niveau européen, cela passe notamment par l'instauration d'instances de supervision communes (pour les banques, les fonds de pension et compagnies d'assurances, les marchés financiers en général). Le projet d'Union Bancaire en constitue un exemple : il s'agirait de créer une instance de supervision unique pour les différentes banques de l'Union, tout en créant un fonds européen de résolution des crises bancaires afin d'éviter de laisser les États membres seuls face à d'éventuelles crises de leurs banques systémiques.

#### *Le renforcement de la réglementation des marchés*

Le troisième grand chantier concerne les produits dérivés échangés sur des marchés de gré à gré. En raison de l'opacité et de l'ampleur des positions et des expositions massives qui sont autant de facteurs de crises systémiques, le règlement EMIR ("European Market Infrastructure Regulation"), adopté en 2012, vise à rendre les marchés de gré à gré relativement plus transparents.

En 2014, après deux années de négociations, la Commission et le Parlement ont trouvé un accord sur la révision de la directive et du règlement des marchés d'instruments financiers (MIF). La MIF 2 donne notamment des pouvoirs accrus à l'Autorité européenne de supervision des marchés (ESMA) pour limiter les prises de positions spéculatives, et souhaite encadrer le développement du *trading* haute fréquence. La révision de la MIF 1 était devenue nécessaire car si, à l'origine, elle avait vocation à ouvrir à la concurrence le secteur des bourses, cela s'est traduit au bout du compte par une grande fragmentation. Les acteurs historiques (Euronext, London Stock Exchange) ne recueillent désormais qu'une part minoritaire des flux d'ordres, au profit des plates-formes alternatives plus opaques.

#### *L'élargissement du périmètre de la régulation prudentielle*

Le quatrième grand chantier cherche à encadrer toutes les entités exerçant une activité financière de nature potentiellement systémique, même si ces dernières n'ont pas de lien direct avec le grand public. C'est le cas des *hedge funds* et des agences de notations qui bénéficiaient jusqu'alors d'une régulation faible, voire inexistante. Les trois principales agences (Standard & Poor's, Moody's et Fitch) qui représentent 90 % du marché se verront, par exemple, imposer une plus grande transparence sur leur système de notation et pourront être tenues responsables de leurs erreurs.

#### *Des avancées... mais des fragilités demeurent*

En dépit des avancées importantes sur l'ensemble de ces chantiers, des sources de fragilité subsistent dans l'application concrète (le diable est dans les détails), et dans la coordination et l'harmonisation internationales, laissant encore le système financier vulnérable. Parmi ces fragilités, on compte celles liées au *shadow banking system* (système de banques parallèles) qui est défini par le Financial Stability Board (FSB) comme une « intermédiation de crédit impliquant des entités et activités (partiellement ou totalement) hors du système bancaire normal ». Le *shadow banking*, déjà au cœur de la crise financière globale de 2007-2008, connaît dans la période récente un rebond inquiétant lequel peut s'expliquer comme une conséquence des réformes financières post-crise. En effet, le renforcement des exigences de Bâle 3 entraîne des coûts pour les banques.

Celles-ci font valoir l'idée que les risques qu'elles ne pourront plus prendre seront pris par d'autres intermédiaires financiers, moins exposés à la réglementation. Ces *shadow banks* se caractérisent par des structures de financement fragiles, un levier d'endettement excessif et pro-cyclique et des produits financiers qui alimentent l'illusion d'une liquidité allant de pair avec la sous-évaluation des risques dont ils sont porteurs (Scialom, Tadjeddine, 2014). La crise financière de 2007 a bien montré que le risque de liquidité était intrinsèquement systémique du fait des réactions en chaîne des intermédiaires financiers régulés. L'expansion du *shadow banking* a d'ailleurs été au centre du sommet du G20 de Brisbane de 2014.

La régulation financière a encore de beaux jours devant elle. Notamment, il faut trouver des parades vis-à-vis de ceux qui cherchent à échapper à la régulation.

#### • Élargir le critère du passif de long terme

Au final, les nombreuses délégations de gestion et certaines exigences réglementaires expliquent en grande partie pourquoi les investisseurs dits de long terme ne se projettent pas en pratique dans le long terme. Le critère de passif de long terme n'est donc pas suffisant pour distinguer ces acteurs. D'où la nécessité d'une nouvelle typologie à partir de critères plus larges que ceux liés à la nature des ressources. Pour nous, cette catégorie d'acteurs définis comme de véritables partenaires de l'entreprise devrait être définie selon trois dimensions complémentaires : i) la nature d'investissement à long terme, ii) le financement de ce projet, et iii) le comportement des acteurs prêts à le financer.

Tout d'abord, le projet de la firme devrait être -l'acquisition d'un actif productif et non financier. Celui-ci doit notamment correspondre à un actif de long terme tangible, comme des infrastructures ou des biens d'équipements renouvelés périodiquement, ou à un actif intangible comme la recherche et l'innovation. Ensuite, le financement en tant que tel devrait s'appuyer sur l'épargne de long terme (contractuelle ou statistique) logée dans les fonds de pension, les compagnies d'assurances et les intermédiaires publics (Caisse des Dépôts, fonds souverains, banque de développement). Il devrait aussi reposer en partie sur des produits financiers spécifiquement à long terme liés à l'économie réelle comme les *project bonds*. Ces derniers sont des instruments financiers (obligations) lancés par la Banque européenne d'investissement (BEI) et la Commission européenne afin de drainer des capitaux privés vers les grands projets d'infrastructures européens lourds à financer, notamment dans l'énergie, les transports et les technologies de l'information et de la communication (TIC). Dans le domaine particulier de l'environnement, on parle de *green bonds*. L'obligation peut alors être émise par une entreprise, une organisation internationale ou une collectivité locale. Enfin, les investisseurs devraient allonger la durée de détention des actifs boursiers (au minimum cinq ans) de façon à rendre compatible l'engagement des actionnaires avec celui des managers. Ces dimensions sont complémentaires. Elles traduisent la nécessité de réduire les effets néfastes de la liquidité des marchés boursiers.

Ainsi, promouvoir les investisseurs à potentiel de long terme, comme le font les institutions -inter-nationales, constitue une piste de changement. Mais compter sur la morale de certains acteurs vertueux peut paraître illusoire si on ne change rien au système financier. Il est en effet impossible d'être vertueux dans un système qui pousse au court-termisme : c'est donc le système qu'il faut changer. Par ailleurs, la meilleure réglementation du monde ne pourrait contrer l'essor du *shadow banking*. En effet, les acteurs financiers -dénouçant une réglementation qu'ils jugent excessive sur leur métier traditionnel, se réfugient soit dans des paradis réglementaires, soit dans des activités qui sortent du périmètre de supervision.

## 2. Contrôler la liquidité et transformer la gouvernance

Un des moyens de changer ce système est de lutter contre la liquidité dont le chapitre 2 a montré les effets néfastes sur l'investissement. L'idée est de redonner de la valeur au temps. Mais cela ne suffit pas. Il faut également changer les règles de gouvernance qui laissent les actionnaires dominer l'entreprise.

### *Retrouver la valeur du temps pour favoriser le long terme*

Derrière cette lutte contre la liquidité, il s'agit ni plus ni moins de défendre une certaine conception de -l'entreprise. La financiarisation a profondément modifié la vision de l'entreprise puisque, selon James Crotty (2005), nous sommes passés d'une vision de « la grande entreprise non financière comme une combinaison cohérente d'actifs réels relativement illiquides assemblés pour poursuivre la croissance de long terme et l'innovation, à une conception "financière" dans laquelle l'entreprise non financière est vue comme un "portefeuille" de sous-unités liquides que le management du siège doit continuellement restructurer pour maximiser la valeur de l'action à chaque point du temps ». On applique à l'entreprise l'impératif que l'on a envers un titre financier : il faut être liquide.

- La banque s'éloigne de l'entreprise

Pour un épargnant, la recherche de liquidité a du sens : il s'agit de ne pas immobiliser son patrimoine de manière à en disposer si le besoin s'en fait sentir. Pour une entreprise, la liquidité est beaucoup plus problématique. En effet, le placeur (l'investisseur financier) recherche la liquidité alors que l'investisseur en capital productif (l'entreprise) désire la stabilité. Ce dernier a besoin de pouvoir compter sur l'engagement des apporteurs de fonds à

rester dans l'affaire en cours, au risque sinon de ne pas investir, l'investissement productif étant pour une large part irréversible. L'une des possibilités de réconcilier les deux exigences est alors de trouver un intermédiaire financier qui assure la liquidité au placeur et la stabilité à l'entreprise ; son engagement financier permettant de sécuriser l'investissement productif de l'entreprise. Les banques (et plus globalement les intermédiaires financiers), *en principe*, assurent cette fonction d'interface entre les exigences de ces deux catégories d'acteurs : les banques sont censées garantir une stabilité dans le financement de l'entreprise (par des prises de participations ou par des crédits renouvelés, par exemple), tout en fournissant la liquidité désirée aux placeurs (retirer leurs dépôts à tout moment). Fondamentalement, être un intermédiaire financier, c'est se comporter de la sorte, et cela suppose de supporter le risque puisque l'intermédiaire financier rémunère ses créanciers en leur garantissant la liquidité de leur placement (passif de « court terme »), tout en prenant une position illiquide à l'actif (participation au financement de l'investissement productif). L'intermédiaire financier se rémunère alors en prenant une partie du rendement de l'investissement productif.

Dans la pratique, les banques se sont éloignées du rôle de conciliateur financier qu'elles avaient pu tenir avant les années 1980, en s'engageant durablement comme partenaires des entreprises, tout en assurant la liquidité de l'épargne des placeurs. L'explication est double : d'une part, les banques en se refinançant sur les marchés, c'est-à-dire en ayant moins recours aux dépôts traditionnels des épargnants statistiquement stables, sont soumises aux variations de court terme des taux d'intérêt et au risque de non-refinancement de la part de ces marchés (on parle de liquidité de financement) ; d'autre part, cette nouvelle source de financement, moins stable que les dépôts, implique que les banques qui voient leur propre dette arriver à échéance mais ne parviennent pas à la renouveler doivent pouvoir la rembourser en revendant en toute urgence leurs actifs. Cela peut se faire par la revente de leurs placements sur les marchés, ou par la titrisation de crédits qu'elles avaient accordés.

C'est là la principale raison du développement de la titrisation, c'est-à-dire la transformation des prêts accordés par les banques en titres. Ces derniers sont ensuite acquis par les compagnies d'assurances et fonds de pension qui en sont très friands. Au fil de cette dynamique, la banque s'éloigne de l'entreprise. En effet, elle est moins incitée à gérer les risques associés à leur débiteur et à les suivre sur le long terme. Certes les banques conservent une partie des risques de crédit dans leur bilan, mais la part est si infime (5 %) qu'elle ne permet pas de jouer un rôle de garde-fou de la prise de risque de la part des banques. Sous la pression d'une concurrence à la rentabilité menée par des investisseurs institutionnels moins engagés auprès des entreprises, les banques ont adopté le comportement de placeurs en quête de liquidité et de rentabilité. Dès lors, les entreprises se sont retrouvées exposées aux exigences de liquidité des placeurs qui vont à l'encontre de l'engagement nécessaire à l'investissement productif. La financiarisation peut être vue comme le primat de cette recherche de la liquidité sur la nécessité de l'engagement long, le placeur en capital financier domine l'investisseur en capital productif, ce qui pèse, on l'a vu, sur l'investissement productif.

- Limiter le secondaire

L'entreprise et l'ensemble de son appareil productif, ne sont pas liquides. Si la participation des actionnaires a une quelconque signification économique, alors ils doivent accepter eux aussi de ne pas être liquides. Dans l'absolu, cela impliquerait de restreindre partiellement l'activité de la bourse. La seule partie de la bourse qui a une utilité économique est celle sur laquelle sont émis les titres primaires, ceux dont la souscription apporte de l'argent frais à l'entreprise. Sur le marché secondaire s'échangent des titres déjà émis par le passé. Ce marché de l'occasion ne rend aucun service à l'entreprise, mais il permet aux détenteurs d'actions de revendre leurs parts. C'est bien ce marché qui garantit la liquidité aux placeurs. Soulignons

que cette seule partie représente l'écrasante majorité des transactions financières. Il n'est pas exagéré d'affirmer que 99 % de la bourse est là pour garantir cette liquidité : la valeur des transactions réalisées sur le marché secondaire des seules actions représentait près de 16 000 milliards de dollars en 2014 sur le New York Stock Exchange, à comparer avec les émissions brutes d'actions qui ne s'élevaient qu'à 174 milliards, soit 1,1 % du montant des transactions.<sup>47</sup> Peu de chances donc que les acteurs financiers consentent à limiter les activités boursières sans résistance. C'est pourtant ce à quoi conduit, en toute logique, la lutte contre la liquidité. C'est à cette condition que les financements de marché seront rendus aussi irréversibles que les projets d'investissement des entreprises. Dans le *Financial Times* du 17 novembre 2015, John Kay ne disait pas autre chose. L'économiste britannique commence par opposer, d'un côté les épargnants et les entreprises et, d'un autre, les acteurs des marchés financiers, quant à la signification de la liquidité. Les épargnants veulent simplement voir garantie la sécurité de leur placement, savoir qu'ils pourront retirer leur argent aux distributeurs automatiques. Cette liquidité-là n'est pas la même qu'exigée par les intervenants des marchés financiers qui souhaitent pouvoir revendre leurs titres à tout moment. Au lieu de se focaliser sur le point de vue des financiers qui veulent toujours plus de transactions, pour prélever toujours plus de commissions, il serait bon de se ranger du côté des épargnants et des entreprises qui ont une autre approche de la liquidité, puisque « les épargnants ordinaires n'ont pas besoin d'un marché boursier sur lequel les actions s'échangent à chaque milliseconde. Leurs besoins seraient satisfaits par un marché qui n'ouvre qu'une fois par semaine. Une fois par mois ou une fois par an pourrait même faire l'affaire. » Sur ces questions, les positions de John Kay sont donc proches des nôtres. Les besoins de l'entreprise et de l'épargnant ne nécessitent pas des marchés boursiers hyperactifs, cotant en continu et profitant des moindres écarts de cours pour réaliser des transactions automatisées grâce au *trading* à haute fréquence. La détention d'actions ne doit pas se juger à l'aune de la milliseconde, temps de référence des robots informatisés, mais sur une échelle de plusieurs années, temps de référence de l'entreprise et de ses projets d'investissement.

- Une prime aux anciens ?

Une manière de pousser les marchés financiers à considérer le temps long nécessaire à l'investissement des entreprises serait d'inciter les actionnaires à une détention plus longue de leurs titres. Des mécanismes existent déjà en ce sens, et il suffirait de les systématiser. Concrètement, pour que les actionnaires s'engagent davantage dans les entreprises, on peut accorder des dividendes préférentiels quand la durée de détention des actions s'allonge : si vous êtes actionnaires d'une entreprise depuis moins d'un an, vous n'avez droit à aucun dividende mais à partir d'un an de présence dans le capital, vous commencez à recevoir un dividende normal. Un autre exemple renvoie aux droits de vote double : il s'agit cette fois de donner une prime à l'ancienneté non pas sur le plan du revenu (dividendes), mais sur le plan du pouvoir dans la gouvernance d'entreprise.

Au printemps 2015, l'État français a ainsi fait jouer ces droits particuliers pour s'imposer chez Renault. Si on étendait le système, les actionnaires présents depuis un certain temps dans les entreprises auraient alors davantage leur mot à dire que les actionnaires spéculatifs... à condition qu'ils exercent ces droits de vote eux-mêmes, sans délégation à des *proxy advisors*, et non pas pour siphonner l'entreprise mais pour favoriser son -investissement dans le long terme dans des actifs productifs et salariés, ce qui fait beaucoup de « si ». Les droits de vote double existent en effet depuis longtemps dans la plupart des sociétés du CAC 40 qui peuvent statutairement accorder cette prime aux actionnaires qui restent dans le capital pendant au moins deux ans. La loi Florange en vigueur depuis mars 2015 vise à systématiser le principe à toutes les sociétés cotées. Cette loi est cependant totalement paradoxale : elle tire son nom de la fermeture des hauts-fourneaux de Florange mais elle renforce le mécanisme qui a conduit à

leur arrêt ! Le principal actionnaire d'ArcelorMittal, la société qui contrôlait les actifs sidérurgiques de Florange au moment de leur fermeture, détenait alors en effet plus de 40 % des droits de vote de cette société depuis au moins quatre ans. Le double des droits de vote aurait renforcé cette situation de contrôle qui n'allait pas dans le sens du maintien du site industriel. On voit bien que cette prime de contrôle est à double tranchant dès lors que la finalité de la gouvernance n'est pas explicitée. Une autre solution, peut-être plus favorable au temps long de l'investissement, inverse la logique temporelle des droits de vote double : Mayer (2013) propose ainsi l'introduction de droits de vote inversement proportionnels à la durée restante de détention de l'action : l'actionnaire s'engage par contrat à rester, par exemple, cinq ans dans le capital de la firme et il a tous les droits de vote la première année, mais il en a les 4/5 la deuxième... et les 1/5 la dernière année. Les actionnaires qui ne désirent pas s'engager sur la durée sont purement évincés de l'accès à l'assemblée générale.

### *Revoir la gouvernance pour soustraire l'entreprise à la pression des actionnaires*

Remettre la finance à sa place dans la société au sens large impose aussi de diminuer le poids de la finance dans la société par actions, c'est-à-dire de modifier les règles de gouvernance. Il ne s'agit pas d'exclure les actionnaires de la gouvernance, ni de supprimer la rémunération du capital qu'ils ont apporté dans le passé. Il convient néanmoins de ne plus leur donner la primauté de la décision sur l'affectation du profit en versement de dividendes ou en rachats d'actions et, donc de fait, la décision sur le niveau de l'investissement. Pour reprendre la formule et la proposition de François Morin (2011), le conseil d'administration devrait se transformer en un *conseil d'administration du temps* où il s'agirait de répartir le profit à la suite d'un arbitrage entre la rémunération du passé, du présent et du futur : en somme, il faudrait déterminer collectivement quelle est la part destinée à rémunérer les actionnaires (passé), celle échouant aux salariés par l'intéressement (présent), celle allant au financement de l'investissement (futur), sans qu'une partie (actionnaires) n'impose ses vues aux autres. Avec la modulation des droits de vote en fonction de la durée de détention des actions déjà d'évoquée, le principe essentiel du capitalisme « 1 action = 1 voix » est modifié, mais d'autres pistes sont envisageables pour isoler l'entreprise de la pression des marchés financiers.

- Le vote pour les seuls financeurs primaires

La première piste radicale est de donner le vote aux seuls souscripteurs d'actions sur le marché primaire (le seul qui finance l'entreprise), et de ne plus en attribuer aux acheteurs sur le marché secondaire. Cela permettrait de donner du poids dans la gouvernance aux seuls actionnaires ayant souscrit à des augmentations de capital. Ces derniers pourraient bien sûr revendre leurs titres, mais les droits de vote associés à leurs actions s'éteignent au moment de la revente. Ceux qui souhaitent racheter ces actions de l'entreprise pourraient toujours le faire sur le marché d'occasion, mais ils ne pourraient plus exiger des versements de dividendes élevés pour éviter la baisse de la valeur du titre en bourse. Il serait toujours possible de spéculer sur le cours de l'action, mais cela ne pénaliserait plus l'entreprise. En somme, il ne s'agit ni plus ni moins que de séparer le casino de l'entreprise.

- Une répartition des profits moins dépendante des actionnaires

La deuxième piste consiste à introduire, dans les instances de direction des entreprises, des acteurs qui ne représentent pas les actionnaires. D'une part, les actionnaires ne sont pas propriétaires de l'entreprise ; il n'y a donc aucune raison qu'ils soient les seuls à déterminer les orientations stratégiques des entreprises. D'autre part, si les entreprises n'appartiennent pas aux actionnaires, le profit n'est pas le fruit de leur seule activité : le profit constitue le revenu collectif de l'entreprise. Plus que la rémunération du capital ou du travail, le profit est

le résultat de la mise en commun de différents facteurs de production. Cette idée est aujourd'hui de plus en plus acceptée mais son corollaire est pourtant lourd de conséquences pratiques : dès lors qu'est reconnue la nature collective du profit, ne faut-il pas en effet considérer que sa répartition doit, elle aussi, être collective ? Cette répartition collective soulève en fait deux problèmes : entre quelles parties prenantes devrait être réparti le profit d'une part, et, d'autre part, la décision d'affectation du profit ne devrait-elle pas se faire aussi de manière formellement collective ? Un consensus se dégage aujourd'hui sur le premier point, le second suscitant davantage de débats.

Tout d'abord, la répartition du profit entre les différentes parties prenantes est déjà une réalité. Le profit est en effet distribué sous la forme de dividendes et d'intérêts et sert à financer l'investissement. Mais, dans les faits, il se présente également comme un substitut aux salaires dont l'évolution n'est plus à la hauteur des gains de productivité du travail. Pour combler ce décalage croissant, les entreprises distribuent des actions à leurs salariés, leur permettant ainsi d'obtenir des dividendes et, éventuellement, une plus-value en capital. Cette réalité est tellement bien ancrée qu'en 2009, le président de la République française, Nicolas Sarkozy, suggère l'instauration d'un partage des bénéfices des entreprises en trois tiers entre l'investissement, le versement des dividendes et la participation des salariés aux résultats. Cette proposition se traduit en 2009 par la -publication du rapport Cotis qui fait état, pour l'année 2007, d'une répartition du profit des sociétés non financières françaises dans les proportions suivantes : 57 % de ce profit sont consacrés à l'autofinancement des sociétés, 36 % sont attribués aux propriétaires de capitaux, 7 % alimentent l'épargne salariale. Si on souhaitait appliquer trois tiers égaux, on voit bien les conséquences en termes de partage : on devrait diminuer l'autofinancement et augmenter l'épargne salariale, deux perspectives peu satisfaisantes : en remplaçant du salaire par de l'intéressement, on nuirait à l'investissement et précariserait davantage les rémunérations des travailleurs. Le développement de l'épargne salariale ou de la participation au résultat ne devrait pas se substituer au salaire, lequel doit demeurer encadré par les négociations collectives et devrait être indexé sur les gains de productivité. Ces gains de productivité sont eux-mêmes issus de l'investissement qu'il s'agit de favoriser au détriment des dividendes.

L'exercice d'un choix discrétionnaire ne constituerait une rupture avec la situation actuelle que si la prise de décision autour de l'affectation du profit était de nature collective : c'est bien la question de la gouvernance qui est en jeu. Pour qu'une répartition des profits en trois tiers ait une chance d'être effective, il est nécessaire d'introduire une gouvernance en trois tiers, où tous les représentants concernés par le partage du profit auraient voix délibérative (Morin, 2011). Dans ce cadre, la structure d'un conseil d'administration ou de surveillance pourrait comporter un tiers de représentants des salariés selon le principe un homme = une voix, un tiers de représentants des actionnaires selon le principe une action = une voix, et un tiers de personnes qualifiées, comme des scientifiques ou des ingénieurs, en charge d'identifier les tendances de long terme en matière d'investissement à venir. Un directoire nommé par ce conseil compléterait cette structure et serait capable d'y faire remonter les besoins d'investissement de la firme. Le directoire et le conseil seraient, chacun doté d'un président avec voix prépondérante et ce président pourrait être un représentant des actionnaires dans le conseil et un représentant des salariés dans le directoire (ou -l'inverse). Cette gouvernance en trois tiers ne donnerait pas de poids prépondérant à l'une ou l'autre des parties prenantes et se distinguerait ainsi du modèle allemand de codétermination (encadré ci-dessous).

## ***L'illusion de la codétermination à l'allemande***

### *Le principe*

La codétermination à l'allemande est un régime dans lequel des représentants de salariés siègent au sein des conseils de surveillance afin d'établir un compromis social en faveur du soutien à des stratégies de long terme.

### *La réalité*

Pourtant, ce qui compte, ce n'est pas la présence de représentants de salariés, mais leur poids politique dans le conseil. Or, si le régime de gouvernance à l'allemande fondé sur la loi de codétermination (Mitbestimmungsgesetz) de 1976 permet une forte représentation des salariés au sein des conseils de surveillance, il assure dans la plupart des cas la majorité des voix aux représentants des actionnaires. Parmi les diverses formes de codétermination existant en Allemagne, seule la codétermination Montan, instaurée à l'issue de la Seconde Guerre mondiale, assure une représentation strictement équivalente des salariés et des actionnaires au sein des conseils, sans accorder de voix prépondérante à l'un des deux groupes. Cette structure de gouvernance constitue une véritable structure paritaire dans laquelle les compromis constituent le mode de production de la décision. Toutefois, elle n'est valable que pour des sociétés de plus de 2 000 salariés appartenant aux industries de l'acier et du charbon, c'est-à-dire pour une minorité de salariés allemands. Pour les autres régimes, soit le président du conseil (représentant des actionnaires) a voix prépondérante en cas d'égalité des votes, soit les salariés ne disposent que du tiers des sièges au sein des conseils. De ce fait, l'occurrence de sociétés pouvant réellement se soustraire à une décision de nature purement actionnariale est limitée.

### *Et en France ?*

Depuis la loi de sécurisation de l'emploi de 2013, la France a introduit ce principe de codétermination en prévoyant la présence d'un seul représentant des salariés dans les conseils de très grandes entreprises (plus de 10 000 employés dans le monde, ou plus de 5 000 en France), et même de deux représentants si le conseil comporte plus de 12 membres. Difficile de peser dans ces conditions qui confinent les représentants des salariés dans un rôle d'observateurs.

La gouvernance ne doit plus sanctuariser la domination de la finance sur l'entreprise, soit un pouvoir qui oppose l'exigence de rentabilité à toutes les revendications émanant des salariés, des fournisseurs ou de l'État. Elle doit devenir le creuset dans lequel se forment les compromis entre les différentes parties prenantes, avec comme objectif la survie de l'entreprise à long terme. Les managers et gestionnaires d'actifs ne doivent plus avoir une rémunération esclave de la seule performance du cours de Bourse. Leurs rémunérations devraient être alignées sur le bien-être des travailleurs, sur les parts de marché, les faibles niveaux de dette, la satisfaction des consommateurs... autant d'indicateurs pouvant faire contrepoids à l'exigence de rentabilité financière. La modification de la gouvernance est la condition pour que les entrepreneurs investissent à nouveau. Cette refondation de l'entreprise ne peut avoir lieu que dans un nouveau cadre réglementaire du secteur financier. D'où la nécessité de l'intervention de l'État.

## **3. Pour une régulation publique stricte**

Historiquement, les périodes où la finance est dérégulée sont marquées par une plus grande instabilité financière et par une envolée des rémunérations des financiers. À l'opposé, durant l'ère de la répression financière<sup>48</sup>, non seulement les crises financières étaient moins fréquentes et les inégalités moins prononcées, mais investissement, croissance économique et

emploi étaient bien plus dynamiques. Face aux occasions démultipliées de liquidité et de mobilité du capital, un encadrement sévère s'impose. Cela passera par plus d'interdictions pour la finance et plus d'engagements de l'État pour un secteur financier public afin de promouvoir lui-même les pratiques qu'il cherche en vain à voir appliquer par d'autres. On n'est jamais mieux servi que par soi-même.

### *L'intervention publique, contre l'autorégulation*

Pour esquisser les bases de ce que pourrait être la fin de la prolifération financière, nous avançons l'idée de la nécessité d'une reprise en mains du financement de l'investissement productif à long terme par le politique dans le champ de la finance. Un tel objectif passe par une remise en cause de l'autorégulation et de son principal fondement : la théorie des marchés efficients. Plus concrètement, cela nécessite un encadrement plus strict des acteurs de la finance et de leurs activités parmi lesquelles les innovations financières. En effet, contre l'idée selon laquelle les marchés s'autorégulent, la puissance publique doit intervenir fermement pour éviter que la finance ne se perde dans des pseudo-innovations susceptibles d'emporter l'économie réelle dans leurs krachs. Comme le dit Adair Turner (2015), la finance est « trop importante pour être laissée aux banquiers ».

#### • Encadrer les multiples innovations financières

Ce qui nous est vendu comme innovations financières n'est bien souvent qu'une nouvelle version du principe de l'effet de levier, qui est à la base de toutes les crises financières au cours desquelles prêteurs et emprunteurs, bercés d'euphorie, sous-estiment le risque réel (chapitre 1). La tulipomanie du XVIIe siècle dans les Provinces-Unies ? Déjà l'effet de levier : on achetait des bulbes de tulipe à crédit en escomptant que l'augmentation du prix des bulbes permettrait de réaliser une substantielle plus-value lors de la revente, ce qui permettrait d'éponger le crédit. La faillite du système de John Law au XVIIIe siècle en France ? À nouveau l'effet de levier : la banque mettait en circulation davantage de billets convertibles en or que ses ressources en métaux précieux dans ses coffres. Le krach de 1929 ? Toujours le levier : les possibilités pour acheter des actions à crédit ont conduit à une bulle spéculative. La crise des *subprimes* ? Encore et toujours le levier : les banques émettent toujours plus de crédits sans se soucier de leurs ressources, car elles titrisent massivement ces crédits. La *titrisation* est une manière de rendre un crédit liquide : alors qu'auparavant un crédit liait l'emprunteur et le débiteur dans une relation de confiance, désormais, on peut faire des crédits à des gens non solvables et revendre ensuite ces crédits, sans supporter la totalité du risque de défaut de l'emprunteur. Chaque banque ayant réalisé qu'elle avait trouvé là un moyen de faire toujours plus de crédit en sous-estimant les risques, donc toujours plus de profit, l'endettement de ménages insolubles a atteint des sommets aux États-Unis. Alors que les banques se justifiaient en soutenant qu'elles assuraient la dispersion du risque, elles ne réalisaient en fait qu'un transfert et une démultiplication du risque tout en encaissant des revenus supplémentaires.

Ce qui importe dans toutes ces innovations financières, c'est en effet la quête du profit. Dans le cas des crédits titrisés, les banques ne reçoivent plus le taux d'intérêt mais une commission lors de la revente des crédits. Une mesure de bon sens serait d'interdire la titrisation ou d'obliger les banques à assumer au moins la moitié du risque des prêts qu'elles revendent. Si vous souhaitez prêter à quelqu'un, vous devez assumer ce risque et le conserver dans votre bilan.

Dans le cas des produits dérivés, les banques encaissent encore des commissions lors de la vente de ces assurances contre la variation des taux de change ou des taux d'intérêt. Ce système n'a rien d'extravagant... sauf que ces produits dérivés peuvent être achetés y compris

par des acteurs qui n'ont pas besoin de s'assurer, des acteurs qui n'ont aucun rapport avec l'actif sous-jacent. C'est un peu comme si vous pouviez souscrire une assurance sur la voiture de votre voisin et que vous receviez des indemnisations en cas -d'accident du voisin ! Là aussi, il faut en appeler au bon sens : on ne rentre dans un cabinet d'assurance que si on a une voiture à assurer. De même, les produits dérivés devraient être limités aux seuls porteurs des collatéraux sous-jacents. Plus largement, l'explosion de ces produits depuis les années 1980 trouve sa racine dans la libéralisation des taux de change et des taux d'intérêt. Ces deux taux étant désormais variables, il faut s'en prémunir par des produits dérivés. Les montants de capitaux couverts par ces produits – les « encours notionnels de dérivés » dans le jargon – sont passés de 500 milliards de dollars en 1986 à 28 733 milliards en 1996 pour atteindre aujourd'hui 710 000 milliards, dont 90 % servent à se prémunir d'une variation de taux de change ou de taux d'intérêt (Morin, 2015). Par ailleurs, un tiers des transactions sur produits dérivés (230 000 milliards de dollars) se réalisent sur des marchés de gré en gré, directement entre acheteurs et vendeurs, sans la supervision d'une instance de régulation (*AlterEco* +, 28 mai 2015). Une fois de plus, la prolifération pourrait être stoppée par un ré-encastrement de la finance, c'est-à-dire par un retour aux taux de change fixes (qui impliquent un fort contrôle des capitaux) et un contrôle public des taux d'intérêt. Ce serait là un moyen fort efficace pour réduire la liquidité et ses effets néfastes.

Une autre trouvaille de la finance mérite qu'on s'y attarde. Les ventes à découvert permettent à des acteurs financiers de vendre des titres qu'ils ne possèdent pas ! La seule contrainte est qu'ils doivent s'engager à les acheter à terme. Ce renversement de l'ordre temporel des actes d'achat et de vente peut avoir de puissantes répercussions sur les marchés financiers en période de crise boursière. Quand vous anticipez que le marasme va se prolonger, vous pouvez ainsi vendre des titres que vous ne détenez pas, pour miser sur leur baisse, et les racheter plus tard à meilleur compte. Une fois de plus, l'innovation financière n'a d'autre but que d'accroître les opportunités de profit, au détriment de la stabilité financière s'il le faut. En effet, cette technique des ventes à nu amplifie les mouvements baissiers. Elle peut même avoir des effets auto-réalisateurs. Les autorités boursières ayant conscience de ces excès, la possibilité de vente à nu a été suspendue durant le plus fort de la crise des *subprimes*... pour être réintroduite par la suite. Là aussi le bon sens impose d'interdire cette technique, et pas seulement en période de crise.

Ainsi, la liste des pseudo-innovations financières qui, au final, ont plongé les économies réelles dans des krachs est longue ; or à l'origine, elles étaient censées réduire le risque et améliorer l'allocation optimale du capital. Pour faire en sorte que leurs effets négatifs ne l'emportent pas sur les bénéfices attendus, l'action publique s'impose et demande un profond changement dans la philosophie de la loi. En matière financière, au lieu d'adopter une position typiquement anglo-saxonne où tout ce qui n'est pas explicitement interdit est autorisé, il convient d'adopter une posture plus germanique où tout ce qui n'est pas explicitement autorisé est interdit. Compte tenu de son potentiel de nuisance, l'industrie financière devrait se voir appliquer le principe de précaution de l'industrie pharmaceutique : toute -innovation -financière doit d'abord passer entre les mains d'un régulateur – indépendant des marchés, et non de l'État comme dans la pratique actuelle – pour obtenir une autorisation avant d'être mise sur le marché. Pour appliquer efficacement ce cordon sanitaire autour de la finance, le poste de régulateur devrait en outre être occupé par des personnes particulièrement conservatrices vis-à-vis des innovations financières, c'est-à-dire des personnes sensibilisées aux potentiels effets négatifs de ces innovations et qui ne seraient pas exposées à un conflit d'intérêts. Les régulateurs devraient particulièrement surveiller les produits financiers nocifs c'est-à-dire ceux qui tendent à sous-estimer le risque ou à le multiplier au niveau macroéconomique.

- Une réglementation plus stricte des intermédiaires financiers

Réglementer les intermédiaires financiers nécessite de rejeter le dogme de l'autorégulation. En matière financière, les règles édictées par la puissance publique ne devraient pas être permissives. Elles devraient au contraire fixer un cadre strict qui ne peut être dépassé par la finance. Certes, les banques et les sociétés d'assurance sont soumises à des réglementations contraignantes spécifiques (Bâle, Solvency, IFRS) mais il faut voir que l'autorégulation avait la part belle depuis les années 1970.

Plusieurs travaux de l'économie orthodoxe ont encouragé un modèle d'autorégulation dans les années 1970. Selon ces travaux, si le rôle du régulateur consiste à mettre en place les incitations adéquates afin que les agents se comportent de manière socialement efficace, l'asymétrie d'information demeure néanmoins importante entre les banques et leurs régulateurs, et ces derniers ne disposeraient donc pas des informations nécessaires pour contrôler vraiment les banques – ou alors à un coût trop élevé. Il serait alors plus efficace de permettre aux acteurs d'adopter eux-mêmes, en interne, des normes de gestion du risque adéquates. L'autre fondement de l'autorégulation repose sur le présupposé selon lequel l'efficacité microéconomique des marchés entraîne la stabilité macroéconomique du système financier : les marchés seraient ainsi intrinsèquement stables en assurant une liquidité parfaite en permanence, condition indispensable à l'efficacité. En conséquence, les marchés seraient les meilleurs régulateurs de la finance. Selon la théorie des marchés efficients, la discipline de marché garantirait une bonne gouvernance car elle établit la transparence, condition d'une symétrie des informations, et développe des incitations conformes à la conciliation des intérêts entre les intermédiaires de la finance et les agents non financiers.

Force est de constater que, depuis que les institutions financières s'autorégulent, la stabilité financière est loin d'être au rendez-vous. Avec les règles de Bâle 3, il faut 3 € de capital pour 100 € d'activités, mais dans les années 1960, les banques britanniques devaient avoir 20 € de capital pour 100 € d'activités. L'autorégulation a surtout consisté à laisser les institutions financières accroître l'effet de levier pour avoir un endettement qui représente 97 % de leur passif, là où il ne représente généralement que la moitié du passif d'une entreprise non financière (*AlterEco* +, 28 mai 2015). Résultat, les crises financières se sont multipliées depuis les années 1970 alors qu'elles avaient quasiment disparu après la Seconde Guerre mondiale. Les intermédiaires financiers ont tendance à ne pas se limiter d'eux-mêmes. Alors que tout a été fait ces dernières décennies pour permettre aux marchés financiers de discipliner les États, notamment par la mise en marché de la dette publique, il faut inverser totalement la logique et faire en sorte que les États disciplinent les marchés. En particulier, l'action publique doit contraindre les institutions financières à retrouver leur rôle essentiel d'amortisseur entre les désirs de liquidité des placeurs et les besoins de stabilité des entreprises.

Puisque les intermédiaires financiers ne remplissent plus leur rôle de placeurs à long terme dans les entreprises, on pourrait imaginer d'en passer par la réglementation pour les y inciter voire les contraindre. L'engagement dans l'entreprise se traduirait par une durée de détention minimale, durée qui pourrait être fonction du temps d'amortissement des actifs fixes de la firme qui a émis ces titres. En pratique, l'allongement de la durée de détention correspond à une baisse du taux de rotation du portefeuille des investisseurs et donc une gestion active moindre. Cet objectif pourrait être atteint *via* des exigences et/ou des incitations liées aux réglementations comptables (telles qu'une évaluation au coût amorti dans le cas d'une gestion de long terme réelle comme une durée de détention minimale de cinq ans d'une action) et prudentielles (tel un allègement des exigences en capital réglementaire relatif aux financements d'infrastructures, de PME ou entreprises innovantes...).

Un autre changement de la réglementation pourrait aussi consister à instaurer un seuil d'investissement sur le marché primaire ou un plafond d'investissement sur le marché secondaire. La force d'une telle proposition est qu'elle est déjà en application : les fonds de pension polonais peuvent en effet placer la majeure partie de leur portefeuille dans des actions émises sur le marché primaire alors que les titres acquis sur le marché -secondaire ne peuvent excéder 7,5 % de leur portefeuille.

- Centralisation de l'information financière : un cadastre financier

La puissance publique doit aussi trouver à s'incarner dans des instances de régulation. Elles existent au niveau national bien sûr, et il convient de les renforcer en adoptant le comportement conservateur déjà évoqué. Mais la puissance publique reste à construire au niveau international. Plutôt que d'être les sentinelles de l'orthodoxie libérale, la Banque Mondiale et le Fonds Monétaire International gagneraient à devenir les gardiens de la stabilité financière mondiale. À défaut d'une transformation de ces deux institutions, la création d'une nouvelle institution devrait se faire autour de -l'impératif de centralisation des transactions -financières. Toutes les transactions financières devraient passer par une chambre internationale d'enregistrement qui permettrait de connaître l'identité des détenteurs de tous les actifs financiers. Ce cadastre financier international, pour s'inspirer d'une idée de Piketty et Zucman, permettrait de mettre un terme à de multiples pratiques permises par les paradis fiscaux au niveau mondial : l'évitement de l'impôt par les rentiers d'une part, et, d'autre part, la réalisation de transactions non surveillées (marché de gré à gré, *Shadow Banking*) qui permettent aux acteurs financiers (banques, sociétés d'assurance) de contourner les réglementations nationales. Cela offrirait aussi le cadre idéal pour mettre en place les dividendes et droits de vote proportionnels à la durée de détention des actions au niveau mondial.

Cette nouvelle institution financière mondiale ferait enfin tomber le verrou qui empêche d'appliquer une taxe Tobin. Une telle taxe découragerait les mouvements de court terme, avec un taux qui serait inversement proportionnel à la durée de détention des actions. On admet généralement que, sur le marché immobilier, il existe des délais incompressibles dans les opérations de vente (mais aussi de location). Il pourrait en être de même sur les marchés financiers. Également, il existe des frais dont doivent s'acquitter les cocontractants lors d'une vente immobilière (frais de notaire), et il pourrait là aussi être utile de s'inspirer de ce genre de dispositif pour limiter la liquidité des actifs financiers. C'est tout l'enjeu de l'instauration de cette taxe Tobin : mettre des grains de sable dans les rouages de la finance internationale, afin de diminuer l'incitation à la spéculation passant par une rotation élevée des actifs. Rappelons aussi que la multiplication des transactions est surtout favorable aux *traders* dont la rémunération augmente grâce aux commissions prélevées sur chaque transaction. En attendant la future taxe sur les transactions financières (TTF) européenne, la France a lancé dès l'été 2012 un dispositif similaire. Sa mise en œuvre est hautement problématique, car l'assiette de la taxe oublie de frapper les transactions les plus spéculatives : les allers et retours dans la journée. Or, ces transactions sont très nombreuses et Günther Capelle-Blancard peut ainsi écrire (*Le Monde*, 12/10/2015) : « Seules 15 % à 25 % des transactions sont effectivement soumises à la TTF. Les 75 % à 85 % restants (constitué pour une très large part de transactions intrajournalières) en sont tout simplement exemptés ». Ce constat met à la fois en lumière l'inefficacité de la taxe française et le court-termisme des marchés financiers.

Une autre taxe qui limiterait le court-termisme des investisseurs et pousserait les firmes à investir mérite ici d'être mentionnée. Il s'agit du SLAM (*Shareholder Limited Authorized Margin*) proposé par Frédéric Lordon (2009). L'idée est très simple : au-delà d'un certain niveau de rentabilité obtenu par l'actionnaire, toute distribution de cash supplémentaire sous forme de dividendes ou de rachat d'actions serait taxée en intégralité. Au-delà de ce seuil,

l'entreprise et les actionnaires qui la contrôlent auraient donc le choix entre réinvestir les profits ou payer l'impôt. L'objectif n'est pas de faire rentrer des sous dans les caisses de l'État mais plutôt d'inciter les firmes à réactiver le principal moteur de l'économie, l'investissement, au lieu de verser des rémunérations extravagantes à leurs actionnaires. Quel niveau de rentabilité doit servir de couperet ? La réponse combine des éléments macroéconomiques et microéconomiques : la rémunération du capital devrait correspondre au taux de l'actif sans risque plus une prime de risque spécifique à chaque entreprise – prime que les investisseurs et analystes financiers savent déjà calculer. Mais là où ils s'en servent comme référence pour une rémunération minimale il s'agirait d'en faire une référence pour une rémunération maximale. Une telle mesure aurait pour effet de ramener des ROE de 15 %-20 % à des niveaux de 5 %-10 %.

Toutes ces pistes sont extrêmement ambitieuses. Elles se heurteront vraisemblablement à de nombreuses résistances des acteurs financiers et à l'inertie des gouvernements nationaux. Elles dessinent néanmoins les directions à prendre pour ceux qui ont compris les désastres résultant des extravagances financières pour la population.

### *Une Banque Partenariale de Financement de l'Investissement, au service de la société*

Une mesure en apparence moins révolutionnaire aiderait à la remise en ordre de la finance, sans nécessiter d'amples transformations du cadre réglementaire actuel. Il s'agirait de créer une Banque Partenariale de Financement de l'Investissement (BPFI). Une telle institution, européenne ou nationale, jouerait alors le rôle d'intermédiaire entre l'épargne institutionnelle (celle des fonds de pension et des compagnies d'assurances) et les crédits faits aux firmes. Une telle banque et ses ramifications régionales, sélectionneraient les projets d'investissements des firmes et les financeraient grâce à l'épargne qu'elles auraient levée auprès des investisseurs institutionnels plutôt attirés par le long terme mais aussi auprès d'autres investisseurs. Les investisseurs institutionnels, en contrepartie, détiendraient des titres émis par la BPFI, pouvant rémunérer différentes tranches de risques. De manière à les rendre attrayants, on pourrait aussi imaginer que ces titres consomment peu de capital dans la réglementation prudentielle des banques et des assurances et les exigences réglementaires des fonds de pension. Si certains de ces titres avaient enfin l'avantage supplémentaire d'être garantis par la BCE, il est certain que ces marchés obligataires intermédiés par un acteur public connaîtraient un développement sans précédent.

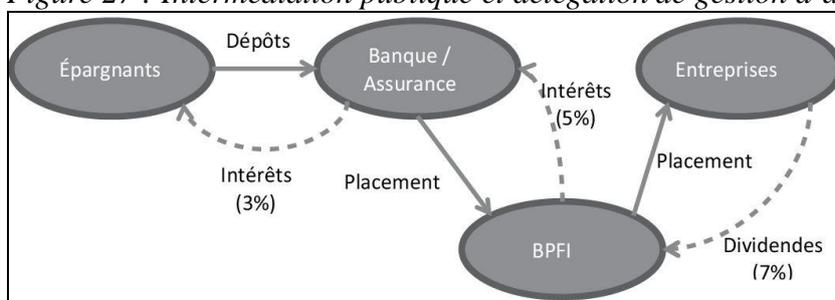
Un retour explicite de l'État et implicite de la banque centrale dans le financement des investissements de long terme aiderait à reconnaître la réalité de la prise de risque dans l'innovation à la fin du XXe et au début du XXIe siècle. Mariana Mazzucato (2013) rappelle en effet à quel point le financement par l'État est la source des nombreuses innovations radicales dans les industries pharmaceutiques et de biotechnologies, la défense, l'informatique ou Internet, ou encore dans le nucléaire aux États-Unis et au Royaume-Uni. Le -capital-risque privé joue également un rôle important mais il n'intervient que bien des années après que les principaux financements publics ont été engagés, et souvent pour de très courtes périodes, avec une sortie du capital au bout de trois ans, alors que le cycle d'innovation s'étend sur des périodes de 15 ou 20 ans. Joseph Stiglitz (*Les Échos*, 12 juin 2014) souligne également que les rendements moyens des projets de recherche gouvernementaux sont supérieurs à ceux que génèrent les projets du secteur privé – dont l'allocation des capitaux et la gestion du risque auront été particulièrement calamiteuses en ce début de XXIe siècle. En outre, selon Stiglitz, la propriété intellectuelle a davantage servi de frein à la recherche privée alors que la recherche fondamentale publique a permis la diffusion du savoir. Ce partage des connaissances collectives aura été source d'externalités positives, c'est-à-dire d'innovations

passant d'un secteur à un autre. Les innovations de long terme et la prise de risque qui y est associée, sont donc le plus souvent délaissées par le secteur privé et sont ainsi mises en œuvre par un État entrepreneurial à même de socialiser le risque, car l'innovation est un processus risqué dans le temps long qui implique quelques très rentables succès et beaucoup d'échecs, souvent coûteux. C'est donc aussi en ce sens qu'une garantie de la Banque centrale européenne pourrait être apportée à certains titres émis par la BPFi.

Aujourd'hui, faire référence à un soutien de la BCE se justifie d'autant plus que les banques centrales agissent désormais comme des acquéreurs centraux sur les marchés de titres de la dette privée, si bien que certains les qualifient d'acheteurs en dernier ressort. La plupart des banques centrales, la BCE exceptée, assurent cette fonction d'intermédiaire. Une garantie de la BPFi par la BCE suffirait à elle seule pour attirer les investisseurs et faire des titres de cette institution partenariale un marché liquide. Les titres seraient alors certes non risqués, mais nécessairement moins rentables, les fruits de l'innovation devant être partagés entre le financeur public, preneur de risque, et l'épargne privée.

C'est d'ailleurs la raison première de la rémunération d'un intermédiaire financier que cette fonction d'assomption du risque de transformation des maturités courtes à son passif en des maturités longues à son actif. Il apparaît aujourd'hui que les assureurs et fonds de pension qui ont un potentiel de long terme ne souhaitent pas assumer cette fonction, privilégiant la liquidité de leur actif en dépit d'engagements longs à leur passif. Puisque ces intermédiaires financiers ne se placent pas à long terme, il est envisageable de les contraindre à le faire par la réglementation : les investisseurs institutionnels devraient détenir un seuil minimum de titres de la BPFi dans leur bilan. Ainsi, en lieu et place de leurs délégations actuelles vers une multitude de fonds court-termistes, les intermédiaires financiers procéderaient à une nouvelle délégation de gestion d'actifs, l'épargne qu'ils collectent se trouvant redirigée vers le financement d'une seule BPFi qui se chargerait ensuite de placer cette épargne (Figure 27).

Figure 27 : Intermédiation publique et délégation de gestion d'actifs vers la BPFi



La Banque partenariale ferait ainsi ce que les intermédiaires financiers ne font plus spontanément : financer l'investissement productif et s'engager à long terme. L'intermédiaire public qui prendrait en charge la fonction de transformation des maturités courtes ou liquides de ces investisseurs en prêts de long terme à destination de l'investissement productif, devrait ainsi être le premier à recevoir les fruits de l'innovation et de cet investissement. Une BPFi aurait par ailleurs pour mission de réinvestir ses bénéfices dans de nouveaux projets.

Ainsi, la socialisation du risque déjà assurée par les États lors des financements de l'innovation devrait également s'accompagner d'une socialisation des bénéfices. Les deux instruments à la disposition des États sont les prêts conditionnés et les droits de propriété. Les prêts conditionnés peuvent correspondre à des prêts remboursables seulement en cas de succès du projet, au-delà d'un certain niveau de profit. Mais le paiement des intérêts pourrait alors lui aussi s'accroître, une fois que le profit dépasse un certain seuil. Les droits de propriété intellectuelle et la propriété des actions constituent aussi des instruments pertinents. Une BPFi pourrait conditionner son engagement à une fraction des droits de propriété

intellectuelle sur les brevets qu'elle a contribué à financer. De même, elle peut maintenir une fraction du capital de l'entreprise qu'elle a initialement financée pour en percevoir les dividendes et les réinvestir systématiquement dans de nouveaux processus d'innovation. En fait, de telles banques existent déjà, même si leur rôle n'est pas assez souvent souligné : c'est le cas, par exemple, en Israël du *Yozma public venture capital fund*, ou en Finlande de SITRA, l'une des agences publiques de financement qui a conservé des parts dans le capital de Nokia. Ce fut le cas aussi du Royaume-Uni qui créa en 1945 l'*Industrial and Commercial Finance Corporation* (ICFC), sous contrôle de la Banque

d'Angleterre et de banques privées, ce qui a permis au pays du financement boursier par excellence de se doter pour la première fois d'une institution financière similaire à celle qu'on trouve en Allemagne (Mayer, 2013). L'ICFC, renommée *3i group* (*Investment in Industry*) en 1983 a été un immense succès, grâce notamment à ses gestionnaires d'actifs qui disposaient de compétences industrielles, capables de faire le lien entre la finance et l'industrie. L'institution est devenue le principal fournisseur de capital-risque au Royaume-Uni dans les années 1980, mais son rôle a été saboté dans la vague des privatisations ; son introduction en Bourse en 1994 l'a transformée en une société spécialisée dans le LBO. D'autres banques de développement jouent également un rôle important dans le financement de l'innovation, comme la BNDES au Brésil, la China Development Bank, et la KfW en Allemagne (Mazzucato, 2015). Ces deux dernières comptent d'ailleurs parmi les principaux investisseurs dans l'économie des énergies renouvelables.

On voit ici que l'objet d'une BPF, à un niveau national ou européen, ne consiste donc pas seulement à impulser une dépense initiale pour entraîner un ensemble de revenus et de dépenses privées, en amont (investissement privé) et en aval (dépenses de consommation). Son rôle est aussi d'orienter des investissements sur la base d'une décision politique, une planification sur le long terme. Assurer ce financement long dépasse donc le cycle politique et implique nécessairement une gouvernance pluripartite comprenant syndicats, majorité et opposition, comme c'est le cas, par exemple, pour la Caisse des Dépôts et Consignation. Une telle institution devrait aussi compter sur des gestionnaires d'actifs ayant des compétences industrielles, comme c'était le cas pour l'ICFC britannique ; ceci renverserait la tendance d'aujourd'hui qui consiste à mettre des financiers dans les firmes alors qu'il faudrait mettre des industriels dans la finance !

Le cahier des charges d'une telle BPF est assez clair : composition partenariale, ressources provenant de la souscription d'obligations par les zinzins, règles d'investissement favorisant le marché primaire, détention longue, politique de dividendes modérés, ciblage de certains secteurs comme la transition énergétique... Les objectifs sont d'isoler les entreprises des pressions des marchés financiers par la montée en puissance d'un acteur engagé dans le temps long et de contraindre les zinzins à être réellement des investisseurs de long terme par le jeu de l'emprunt forcé. Mais la BPF pourrait aussi redonner des marges de manœuvre à la politique industrielle publique (l'État stratège), puisque les investissements de la BPF ne pèsent pas sur le déficit public. Au bout du compte, il ne s'agit que de ré-encadrer la finance dans l'économie (faire en sorte que la finance... finance les investissements de l'économie réelle) et dans la société (renouer avec une délibération politique sur les projets à financer).

## CONCLUSION

« *Fini, c'est fini, ça va finir, ça va peut-être finir. (Un temps.) Les grains s'ajoutent aux grains, un à un, et un jour, soudain, c'est un tas, un petit tas, l'impossible tas. (Un temps.) On ne peut plus me punir. (Un temps.)* »

Samuel Beckett, *Fin de Partie*, 1957.

Au moment de terminer cet ouvrage, il nous semble nécessaire de retrouver un peu de poésie, ou plutôt du théâtre. Pour déroutant qu'il soit de prime abord dans un livre traitant de finance, cet extrait de Samuel Beckett nous semble particulièrement approprié pour cinq raisons au moins. Tout d'abord, la première phrase évoque la manière dont les gouvernants n'ont cessé de décréter la fin de la crise financière : « Le pire est derrière nous », répétaient-ils continuellement, comme si dire la fin de la crise finirait par la faire advenir. Ensuite, la deuxième phrase illustre la logique de l'accumulation de dettes, qui finit par former une structure instable, condamnée à s'effondrer. De plus, la troisième et dernière phrase pourrait être associée à la -toute-puissance de la finance qui affirme qu'on ne peut pas la re-réguler, que la liquidité lui donne le pouvoir de ne pas accepter les contraintes. Par ailleurs, ce texte est aussi issu d'une pièce de théâtre qui cherche à redonner de la valeur au *temps*. Les indications de scène précisent que ces trois phrases doivent être dites en respectant la valeur du silence : on retrouve le goût du long terme. Enfin, le titre de la pièce, *Fin de Partie*, sonne comme l'alternative qui se présente à nous : soit la fin de la finance toute puissante, soit la fin de l'économie si on se refuse à re-réguler la finance.

Le but premier de la finance devrait être de soutenir l'investissement des entreprises. Ces dernières décennies, la finance a su au contraire mettre l'entreprise à son service. Dans ce livre, nous rappelons les éléments qui ont mené à ce retournement, au principe desquels se situe la recherche de liquidité de la part d'investisseurs financiers reliés dans un entrelacs de filiales et délégations de gestion d'actifs. Pour les firmes, l'une des manifestations de ce grand retournement est le raccourcissement de leurs horizons temporels et le resserrement des niveaux de profit jugés acceptables. Avec une dynamique de l'investissement en berne, la croissance piétine, la productivité s'étiole et le chômage augmente. La finance n'est pas seulement devenue un casino spéculant sur des actifs détachés du réel, non, la finance est désormais un réel parasite qui pompe son énergie sur le dos de l'entreprise. Le constat est d'autant plus choquant que les actionnaires, si influents dans la gouvernance des firmes, ne financent pas les entreprises. Rachats d'actions et versements de dividendes dépassent les émissions d'actions : les marchés -financiers sont devenus une source de dépenses, plus qu'une source de financement.

Dans un monde qui marche autant à l'envers, il faut parfois accepter d'avancer à reculons pour aller dans le bon sens. Remettre la finance à sa place suppose des changements, dont certains s'apparentent à un retour en arrière. Il ne s'agit pas de revenir à des réglementations passées afin de glorifier une époque révolue. Simplement, la marche du progrès social épouse parfois des chemins réactionnaires. C'est bel et bien d'une réaction contre la finance dont nous avons besoin. La dérégulation à tout-va a produit des résultats calamiteux et il est désormais plus que temps de re-réguler la finance. Pour œuvrer en faveur du plein-emploi, les entreprises doivent pouvoir investir davantage, notamment pour la transition écologique, et cela passe nécessairement par une abolition des privilèges gagnés par la finance. Nous ne sommes pas les seuls, loin de là, à viser une dé-financiarisation de l'économie. L'agenda politique des réformes à mettre en place pour aller dans cette direction est désormais de plus en plus net, aux yeux de qui consent à y regarder sérieusement. Une économie dé-financiarisée est souhaitable, mais elle est surtout possible. Le manque de réalisation dans ce domaine n'est pas la preuve d'une quelconque nature utopique des idées que nous avançons, il

s'agit plutôt du révélateur d'un manque de volonté politique à réguler réellement le monde de la finance. Il faut se souvenir de ce discours prononcé il n'y a pas si longtemps :

**« Je vais vous dire qui est mon adversaire, mon -véritable adversaire... Il n'a pas de nom, pas de visage... »**

La finance n'est pas désincarnée. Derrière les marchés financiers, il existe des acteurs qui prennent des décisions au sein d'institutions financières. En simplifiant à l'extrême, la finance, ce sont avant tout quelques banques et leurs filiales de gestion d'actifs, des compagnies d'assurance européennes, et les gestionnaires d'actifs des fonds de pension américains. L'actionnaire ne correspond pas/plus à la figure de la veuve de Carpentras. Le visage de la finance est celui du gérant de l'épargne collective et donc il ne faut donner aucun crédit aux discours alarmistes qui viendront plaindre le bas de laine du petit épargnant menacé par une réglementation pénalisante pour les marchés financiers. La limitation des dividendes que nous défendons ne vise pas à diminuer les revenus de petits porteurs qui attendraient le versement des coupons pour vivre. Rappelons que les inégalités de patrimoine sont exacerbées par rapport aux inégalités de revenu : plus encore que pour le revenu, le patrimoine est concentré dans les mains de quelques-uns. La limitation des revenus financiers touchera avant tout les plus aisés.

**« ... pas de parti, il ne présentera jamais sa -candidature, il ne sera donc pas élu... »**

Le fait que la dé-financiarisation frapperait avant tout les plus aisés peut aider à comprendre le peu de volonté politique à détricoter le pouvoir de la finance. À ce titre, on ne rappellera jamais assez l'innocuité de la réforme bancaire votée en France sous la houlette de Pierre Moscovici, alors ministre de l'Économie et des Finances. Au lieu de s'inscrire dans la lignée d'un *Glass Steagall Act* à la française en séparant les banques de dépôt des banques d'investissement, la réforme française a accouché d'une souris, puisque le président-directeur général de la Société Générale, Frédéric Oudéa, reconnaissait lui-même en janvier 2013 lors de son audition devant la commission des finances du parlement qu'elle ne concernerait que 1 % de ses activités... On a connu coupes plus sévères ! On notera également comment la France a piraté le projet d'instauration de taxe Tobin à l'échelle européenne, notamment par l'inter-médiaire de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, qui jugeait en 2013 que le projet de taxe de la Commission européenne n'était pas viable. Dur de ne pas retrouver derrière les éléments de langage du personnel politique français les argumentaires développés par le lobby bancaire, notamment au travers de la Fédération bancaire française... de la même manière qu'il est dérangent de remarquer que l'un des principaux instigateurs de la dérégulation financière dans les années 1980 en France, Jean-Charles Naouri, a ensuite fait carrière dans une finance qu'il avait lui-même contribué à développer à l'époque où il était directeur de cabinet de Pierre Bérégovoy, ministre de l'Économie et des Finances de 1984 à 1986. Le monde de la finance et le monde de la politique entretiennent donc des liens étroits, que d'aucuns qualifieraient de contre-nature, même si la dérégulation financière avait été initialement envisagée comme un moyen pour l'État de diminuer le coût de son financement, ce qui allait dans le sens de l'intérêt général... Ce n'est pas simplement l'économie qui est sous la -domination du monde de la finance, mais c'est le monde politique qui est encadré dans la finance. Qui voudra s'en convaincre pourra regarder la part croissante des dirigeants des banques centrales qui proviennent du secteur bancaire et financier. Indépendantes des États, les Banques centrales sont de plus en plus à l'écoute des marchés financiers et des banquiers.

**« ... et pourtant il gouverne... »**

La liquidité organisée des marchés financiers permet à la finance de disposer du pouvoir sur les entreprises et les États, puisque ne pas se conformer aux exigences de la finance les expose

à la menace de voir fuir les capitaux. La subordination des entreprises et des États aux *desiderata* des marchés financiers provient de la liberté de mouvement absolue du capital financier, et notamment de l'existence des marchés secondaires. Dès lors, pour redonner de l'autonomie aux acteurs économiques, limiter la libre circulation des capitaux s'impose. Nos propositions poursuivent cet objectif : imposer une durée de détention des actions aux placeurs et/ou contraindre les investisseurs institutionnels à organiser une délégation de gestion d'actifs vers une Banque Partenariale de Financement de l'Investissement... La restriction aux mouvements de capitaux peut être obtenue par la réglementation (contrôle des capitaux en vigueur sous l'ère de Bretton Woods), mais on y parvient aussi par des mécanismes incitatifs. Dans une économie mondialisée, vous serez toujours libre de placer vos capitaux où bon vous semble, mais vous devrez déposer une obole au fisc du territoire que vos capitaux quittent : il s'agit bien d'une mesure libérale au sens où le choix est laissé *in fine* à l'acteur économique. On pourrait même qualifier la mesure de néolibérale, puisque si on laisse l'illusion du choix à l'acteur, on pousse l'acteur à agir dans un univers où les contraintes sont telles qu'il se comportera effectivement comme on le souhaitait initialement. Les mouvements de capitaux ne sont pas interdits formellement, mais en pratique, avec un taux d'*exit tax* suffisamment élevé, ils ne « bougeront » plus (si l'effet recherché est celui-ci). De plus en plus de voix s'expriment pour réclamer une diminution de l'interconnexion des marchés financiers. Y compris quelqu'un comme Lord Adair Turner, ancien dirigeant de l'équivalent britannique du Médef, qui remet en cause la liberté des mouvements de capitaux (*AlterEco* +, 23 novembre 2015), plaidant pour des marchés financiers plus fragmentés, capables d'éviter la propagation d'une crise nationale en choc mondial.

« ... *cet adversaire, c'est le monde de la finance.* »

Non, la finance est un partenaire, mais pour cela, elle doit être strictement régulée par le politique, et non par elle-même, pour préserver l'économie réelle de son pouvoir de nuisance. Le problème n'est pas la finance en tant que telle, mais c'est la finance telle qu'elle s'exerce aujourd'hui. Il faut œuvrer pour une nouvelle répression financière. C'est une réelle inversion de la relation entre fin et moyen qui est intervenue suite à l'émergence d'un capitalisme financiarisé : alors que l'économie doit chercher à satisfaire les besoins sociaux et que la finance doit être un outil permettant de parvenir à cette fin ultime, la société se trouve désormais reléguée à l'arrière-plan, la finance mettant l'économie à son service, la satisfaction des besoins sociaux étant conditionnée au respect des exigences de rendement financier. La financiarisation pousse la logique du capitalisme à l'extrême où c'est la loi de l'accumulation pour l'accumulation (Marx dirait : « Accumulez, accumulez ! C'est la loi et les prophètes. »), avec des profits destinés à grossir toujours davantage les rangs des dividendes et des rachats -d'actions. De la même manière que Keynes souhaitait que les économistes en viennent à devenir aussi modestes que des dentistes, il conviendrait d'administrer à la finance une sévère cure de modestie la rappelant à son rôle essentiel : permettre le développement économique, et non l'entraver.

Dans un contexte international où les nuages ne se dissipent pas (difficultés en Chine, au Japon, au Brésil...), l'action politique est plus urgente que jamais. La politique monétaire a fait ce qu'elle a pu, mais elle atteint ses limites : les bas taux d'intérêt gonflent des bulles, incitent à des fusions/acquisitions pour consolider des positions de marché plutôt que de risquer des investissements productifs dans un monde où la demande est faible... et ils menacent la capacité des banquiers à faire des profits, en comprimant leurs marges. De nombreuses voix s'élèvent pour réclamer une sortie des politiques monétaires non conventionnelles, notamment aux États-Unis où le taux de chômage affiche de meilleurs résultats qu'en Europe. C'est pourtant oublier que le taux d'emploi américain ne s'est pas redressé franchement, la faute à des retraits d'activité nombreux. La crise financière n'a pas

été effacée, même aux États-Unis. Plutôt que de réduire les dépenses publiques et de chercher à rendre les marchés des biens, des services et du travail aussi flexibles que le marché financier, les gouvernements devraient s'évertuer à soutenir la politique monétaire par une politique budgétaire expansionniste, tout en rendant les marchés financiers moins flexibles pour éviter que la liquidité n'assèche l'investissement et ne tue l'entreprise. Une banque publique d'investissement pourrait être le fer de lance d'une politique résolue à combattre la stagnation actuelle afin d'éviter qu'elle ne devienne séculaire.

## POSTFACE

par Michel AGLIETTA

Le livre de Tristan Auvray, Thomas Dallery et Sandra Rigot a le mérite d'adopter une perspective longue. Ce sont les bonnes lunettes pour aborder des questions lourdes. À quoi sert la finance ? Comment est-elle organisée à différentes époques ? Qu'est-ce que le capitalisme financiarisé ? Pourquoi a-t-il des effets délétères sur les économies développées ? Comment peut-on s'en extirper et « remettre la finance à sa place », selon l'expression des auteurs ? Un autre mérite qui traverse le livre est le souci de relier les raisonnements micro et macroéconomiques, d'articuler le point de vue de l'entreprise et celui des performances économiques globales selon l'environnement financier dans lequel les entreprises sont placées. Car le système financier est un lieu privilégié de cette connexion. Il cherche à articuler deux dimensions du temps : le temps objectif des structures qui fait peser les contraintes héritées du passé et le temps subjectif du projet qui transmet la liberté du futur dans l'action présente. Enfin, et ce n'est pas le moindre mérite de ce livre, il est tendu par l'effort d'argumenter un point de vue qui éclaire des recommandations de politiques publiques. Pour que le temps du projet féconde la création de valeur pour la société entière, la finance doit devenir ou redevenir résiliente, c'est-à-dire robuste aux chocs. Dans cette perspective, la régulation financière ne doit pas seulement s'occuper de la robustesse des bilans des institutions financières, mais aussi du fonctionnement des marchés et des incitations que la finance transmet aux entreprises. Chaque chapitre amène son lot d'idées intéressantes que je vais essayer de commenter d'une manière qui permet d'apporter des arguments supplémentaires aux principales conclusions du livre.

Le premier chapitre pose la question des particularités du capitalisme financiarisé qui s'est déployé dans les trois dernières décennies. On le compare avec les grandes phases d'expansion financière qui l'ont précédé et leur repli. On peut discuter de la périodicité. L'idée est que les innovations financières d'envergure accompagnent les révolutions industrielles. Celles-ci sont rythmées par les transports et l'énergie qui redéfinissent l'espace urbain. Les changements d'échelle et de moyens de financement que requiert l'essor industriel provoquent des transformations de grande envergure dans la finance. De ce point de vue, l'âge classique du capitalisme industriel a débuté après 1848 avec l'essor des chemins de fer, la conquête de l'Ouest américain et l'urbanisation en Europe. Ces tendances lourdes ont dynamisé le temps du projet, auquel les nouvelles banques à succursales et les marchés obligataires stimulés par les financements des chemins de fer par les États ont donné le profil temporel du *cycle financier* de longue période. L'époque 1848-1895 a produit un tel cycle avec sa phase expansive (1848-1873) et sa phase dépressive qui fut celle de la Grande Déflation mondiale des prix à la production (1873-1895). La forme que prend la phase dépressive du cycle financier dépend du régime monétaire en vigueur. À l'âge classique, l'étalon-or était un ordre monétaire international cohérent qui évita la dislocation du système financier international, mais qui fut propice à la déflation de longue période. Le cycle financier actuel, dont la phase d'essor va de 1982 à 2007 et dont la phase dépressive a débuté en 2008 se caractérise par un tout autre régime monétaire. On peut l'appeler Grande Stagnation. Elle se distingue de la Grande Déflation de l'âge classique par le régime des monnaies fiduciaires et de la disparition de toute règle internationale qui a favorisé la montée en puissance des banques centrales. La déflation mondiale des prix de production est enclenchée, mais la déflation franche du niveau général des prix est évitée dans la plupart des pays. La dépression de longue période se manifeste par le niveau très bas du rendement marginal du capital (taux d'intérêt naturel) et par des taux d'intérêt de marché quasi nuls ou négatifs jusqu'à des échéances de cinq ans en Europe et au Japon. Cette disparition de la rémunération des titres de dettes donne son originalité au cycle financier actuel.

Le capitalisme de l'âge classique a été celui de la première mondialisation financière. Il se distingue de la seconde mondialisation financière que nous vivons depuis une trentaine d'années par le type et l'orientation des flux de capitaux internationaux. Comme les auteurs le soulignent, l'intermédiation financière n'est pas de même nature. À l'âge classique, les mouvements de capitaux étaient unidirectionnels depuis les pays industriellement avancés (Grande-Bretagne et France) vers les pays de peuplement pour financer surtout des infrastructures et des exploitations agricoles et minières. Ils étaient complémentaires des flux d'émigration de main-d'œuvre européenne et orientés à long terme. Leur intérêt économique pour la rentabilité du capital allait de soi puisqu'ils contribuaient à réduire le coût de la main-d'œuvre en Europe. L'épargne était intermédiée par quelques banques d'affaires et sans concurrence. Outre les chasses gardées des colonies, l'épargne française allait vers l'Europe et l'épargne anglaise vers le reste du monde. Comme toute l'expansion financière à long terme était destinée à développer le commerce international et que celui-ci était entièrement financé par la lettre de change en sterling, le marché monétaire international était centralisé à Londres et n'avait aucun caractère spéculatif.

L'opposition avec la seconde globalisation financière depuis les années 1980 est saisissante. Les flux internationaux de capitaux sont intermédiés par un réseau inextricable de banques et de non-banques avec des cascades de véhicules de transfert de risque. Alors que la prise de risque de l'investissement réel de long terme était la finalité des transferts d'épargne à l'âge classique, la caractéristique essentielle de la seconde globalisation est la recherche de la rente financière en construisant des supports destinés à rejeter le risque sur autrui. Il y a à la fois une multitude d'acteurs financiers à l'œuvre, des flux d'épargne largement inversés, c'est-à-dire allant des pays en développement vers les pays riches, l'expansion d'un marché bourgeonnant de la liquidité internationale, sans autre but que du profit d'arbitrage de liquidité contre liquidité. Une liquidité gigantesque est ainsi déversée par les banques centrales et multipliée par un *shadow banking* sans visage. Il n'est pas étonnant que la finance contemporaine soit instable et vulnérable à des éruptions spéculatives qui peuvent se produire n'importe quand et n'importe où dans le monde.

Le cycle financier qui s'amorça en 1896 et s'acheva par la fragmentation du commerce international en 1933, puis par la Seconde Guerre mondiale, est trop dominé par les bouleversements géopolitiques pour être comparable aux deux cycles dans lesquels la globalisation financière n'a pas connu de rupture. Ce cycle intermédiaire allait provoquer une transition sociale gigantesque entre la société bourgeoise de l'âge classique et la société salariale post-Seconde Guerre mondiale qui se poursuit en gagnant la majorité de la population mondiale par son extension en Asie, bien partie pour devenir le continent dominant le capitalisme mondial dans les prochaines décennies. Dès le tournant du XXe siècle, l'irruption de l'Allemagne et des États-Unis en tant que puissances industrielles prépondérantes avait totalement altéré les mécanismes de régulation de l'étalon-or. C'est pourquoi la crise financière de 1907 présageait déjà l'âge nouveau. Le cycle financier du premier XXe siècle a été fondé sur une nouvelle révolution industrielle dans les transports (automobile), dans l'énergie (pétrole), et dans l'usage de l'électricité qui a transformé les modes de vie et les processus de production en se généralisant. Il a permis d'appliquer des principes de division du travail (taylorisme) à des chaînes de production intégrées. Avec l'expansion des villes et la révolution des transports individuels, l'immobilier allait devenir l'actif dominant dans le cycle financier. La bulle financière de 1929 a été la réplique (au sens des tremblements de terre) de la formidable crise immobilière de 1926 en Floride pour l'immobilier résidentiel et dans les grandes cités financières de l'est des États-Unis pour l'immobilier commercial. La Grande Dépression n'est pas seulement la conséquence directe de l'éclatement de la bulle sur le marché boursier américain. Elle est surtout l'effet de la

vague de faillites bancaires allant des États-Unis à l'Europe centrale et revenant aux États-Unis entre l'automne 1930 et l'hiver 1933. Parce que la finance internationale s'est fragmentée (hormis la constitution de la zone sterling), le commerce international s'est effondré, entraînant une séparation des grandes puissances dans les voies et moyens de limiter les dégâts, puis de tenter de surmonter la crise. C'est pourquoi les régulations financières nationales mises en place à cette époque pour reconstruire entièrement des systèmes financiers ne peuvent être des modèles directement applicables à notre époque où il s'agit de définir les principes d'une régulation financière utilisables mondialement.

Le chapitre 2 est crucial parce qu'il concerne les interactions entre la globalisation financière et les *business models* d'entreprise. Il comporte des informations empiriques utiles, mais surtout il pose la question centrale que renferme le titre du livre : *L'entreprise liquidée*. L'idée essentielle est que la financiarisation pénètre profondément les modes de gouvernance des entreprises et altère leur finalité. Certes la finalité du capitalisme s'exprime dans la finance (accumuler de l'argent en engageant de l'argent), mais la position dominante de la finance au sein des entreprises non financières étouffe l'accumulation du capital productif à partir de laquelle se fait le retour d'argent. Il en est ainsi parce que cette position dominante de la finance entraîne un mode de gouvernance spécifique, appelé valeur actionnariale (ou souveraineté de l'actionnaire). Ce mode de gouvernance conduit à des choix stratégiques dans la mobilisation des ressources productives qui peuvent se faire au détriment de l'intérêt social de l'entreprise et du bien-être de l'ensemble de la société.

Il faut se demander ce qui empêche la gouvernance actionnariale, celle qui postule que l'intérêt de la société entière est servi de manière optimale si l'entreprise a pour but de maximiser le rendement des actionnaires, d'être conforme à sa prétention. Bien sûr, dans cette postface on ne peut que poser le problème qui engage le noyau dur de la théorie économique, celle des marchés efficients.

La gouvernance actionnariale n'est optimale que si les marchés boursiers révèlent sans biais ce qu'on appelle la valeur fondamentale des entreprises. La -possibilité que celle-ci soit reflétée dans les cours boursiers suppose que les marchés financiers soient efficients en un sens très exigeant. L'opinion collective qui ressort du cours boursier doit être conforme au modèle de l'économie que les théoriciens de l'efficacité financière appellent « vrai ». C'est le modèle normatif qui valorise exactement la contribution marginale des entreprises au bien-être social intertemporel que leur production de valeur apporte. Dans ces conditions où le réel se conformerait à un dogme, le marché boursier représenterait les intérêts de tous les actionnaires existants et potentiels, et ceux-ci seraient compatibles avec l'intérêt de l'ensemble de la population.

Le contrôle actionnarial est réalisé dans le marché par les mouvements d'achats et de ventes d'actions. Mais les raisons pour lesquelles le réel ne se conforme pas au normatif sont bien plus fondamentales que d'admettre qu'il existe des imperfections de marché. Car l'adéquation de la valeur boursière des entreprises à leur valeur fondamentale implique un équilibre général des marchés, c'est-à-dire que les bourses fassent partie d'un système complet de marchés interdépendants, donc que toutes les relations économiques soient assimilables à des échanges marchands. Or, les entreprises ne sont pas des pseudo-marchés. Ce sont des organisations structurées pour combiner les activités de nombreuses catégories d'acteurs économiques. Pour assimiler les entreprises à des marchés, il faut faire deux hypothèses très lourdes :

- Les relations internes aux entreprises doivent pouvoir être assimilées à des rapports marchands. C'est l'hypothèse dite des contrats implicites.
- La structure de bilan des entreprises ne doit pas avoir d'importance parce que, sous l'hypothèse d'efficacité, elle ne change pas le rendement total des actifs de l'entreprise (théorème dit de Modigliani Miller).

Pour critiquer la valeur actionnariale, il faut donc pouvoir rejeter ces propositions théoriques pour des raisons bien plus profondes que des imperfections. Dire que l'entreprise ne peut être assimilée à un pseudo-marché, c'est dire que les rapports sociaux qui structurent l'entreprise ne sont pas des contrats implicites, appellation que les zéloteurs de la valeur actionnariale donnent aux pseudo-marchés. L'entreprise est une institution autonome, d'ailleurs reconnue juridiquement par tous les principes de droit. Elle est fondée sur des relations qui sont tout sauf des contrats marchands implicites : la complémentarité, la coopération, la hiérarchie, le pouvoir et la subordination. C'est bien pourquoi l'unité de l'entreprise est reconnue dans sa personnalité juridique propre qui est la société privée. Cette entité a nécessairement une gouvernance autonome qui ne peut être fondée que sur la logique du capital : croître et persévérer dans l'être. Cette gouvernance doit prendre en compte les intérêts de toutes les parties prenantes qui apportent des compétences, encore appelées actifs spécifiques. Elle requiert donc un organe politique de direction, son conseil d'administration ou de surveillance, qui doit élaborer un intérêt commun des parties prenantes (*stakeholders*) portant les finalités de l'entreprise et orientant sa stratégie. En revanche, la conception dite « Wall Street » de l'entreprise, comme prolongement des marchés au service des actionnaires, conduit à la considérer comme une collection d'actifs librement négociables sur les marchés à l'initiative des actionnaires actuels ou potentiels.

La gouvernance actionnariale a pour modalité principale l'EVA (*economic value added*) qui peut être très inefficace lorsqu'elle provoque des distorsions dans l'ensemble de l'économie : inégalités massives dans la répartition des revenus des partenaires de l'entreprise, incitations au surendettement, découragement de l'investissement productif. Le premier phénomène est structurel, les deux autres se succèdent dans le cycle financier lorsque celui-ci se retourne en provoquant une crise financière endogène (*boom gone bust*). L'EVA est une injonction aux managers de l'entreprise de livrer aux actionnaires un rendement supérieur au rendement d'équilibre du marché des actions. Cette injonction est évidemment irréalisable dans toute acception de l'équilibre pour l'ensemble des entreprises. L'EVA est un critère de gestion qui nécessairement secrète le déséquilibre. En effet, l'endettement croissant pour distribuer des dividendes accrus et le rachat d'actions financé par dettes pour faire baisser relativement la valeur des fonds propres dans le bilan sont les expédients pour « booster » le rendement total des actions indépendamment du rendement réel du capital.

L'interaction néfaste entre le cycle financier (dynamique macroéconomique) et la valeur actionnariale (règle de gestion microéconomique) peut se comprendre de la manière suivante. Pour un taux de rendement anticipé donné sur les actifs réels de l'entreprise, la valeur actionnariale croît avec l'endettement. Il faut donc un taux d'endettement minimum pour soutenir un taux de rendement des actions supérieur au taux de rendement total du capital en valeur de marché. Plus l'exigence des actionnaires est grande eu égard au taux de rendement d'équilibre du capital, plus le levier d'endettement doit être élevé et le coût de l'endettement doit être bas. Or, l'endettement implique les créanciers. Ceux-ci déterminent une limite maximale au crédit qu'ils consentent, laquelle est fonction de leur estimation des pertes acceptables qui augmentent avec le niveau d'endettement des débiteurs. De ce point de vue les innovations financières sont nocives, parce qu'en transférant les risques, elles permettent aux prêteurs individuels d'accepter des taux d'endettement plus élevés de leurs débiteurs. C'est pourquoi les transferts de risque de crédit ont joué un rôle très important dans l'excès d'endettement que les banques ont consenti à leurs emprunteurs, crédit qu'elles ont elles-mêmes financé avec des leviers d'emprunt très élevés dans les marchés de capitaux. Il en est résulté une chaîne de risques de contreparties. L'illusion que le risque diminuait grâce aux techniques permettant de le transférer a considérablement aggravé l'ampleur de la spéculation sur l'ensemble des actifs financiers et immobiliers.

On comprend ce qui se passe lorsque le cycle financier se retourne par éclatement des bulles -spéculatives, provoquant la crise financière en 2008. Les vulnérabilités cachées des bilans déséquilibrés par l'excès d'endettement antérieur sont devenues manifestes. Pour les entreprises dont le taux d'endettement minimal exigé par les actionnaires pour préserver leur niveau de rémunération est passé au-dessus du taux d'endettement maximum toléré par les prêteurs, aucun équilibre n'était plus possible au niveau d'endettement antérieur. Car les prêteurs ont réévalué le risque des débiteurs, augmenté fortement les primes de risque et durci les conditions de crédit. L'endettement est alors devenu excessif dans tout le secteur privé. Le retournement du cycle financier a forcé les entreprises à couper toutes les dépenses qu'elles pouvaient supprimer. L'investissement s'est contracté sévèrement, déclenchant la récession macroéconomique. La longue phase de marasme de la demande s'est installée d'autant plus que les actionnaires ont continué à exiger le maintien de leurs rémunérations comme si de rien n'était.

L'évaluation de la rentabilité des entreprises est encore plus compliquée parce qu'elle mélange nécessairement deux comptabilités, la valeur de marché des actifs nouvellement acquis ou vendus d'une part, la valeur d'acquisition des immobilisations réévaluée au fur et à mesure du remplacement par l'autofinancement d'autre part. La réponse des entreprises au retournement des marchés financiers est de couper l'investissement, réduire l'endettement et accroître l'autofinancement. Si la capacité d'autofinancement augmente plus vite que les dividendes versés et surtout que l'investissement nouveau, cela veut dire que sa progression est le moyen essentiel de préserver le taux de rendement des fonds propres (ROE, *return on equity*). Le maintien du taux de profit a pour principal moyen l'autofinancement au détriment de l'accumulation du capital. C'est ce qui perpétue la stagnation séculaire en dépit des politiques ultra-expansives des banques centrales.

Le chapitre 3 propose des pistes de solutions à un problème tout autant redoutable qu'indispensable à résoudre : « remettre la finance à sa place ». L'idéologie de l'efficience de la finance est tellement prégnante et légitime des intérêts si puissants chez les financiers, les responsables politiques et les milieux académiques, que l'impact massif de la crise financière ne l'a en rien ébranlée. La crise a été ressentie comme un événement aberrant et entièrement extérieur à l'économie de marchés. Il suffisait d'attendre que les remous se calment pour reprendre le *business as usual*. Certes des changements de régulation financière ont été faits, mais ils ne modifient pas la conception de l'économie financiarisée.

Toutefois des interrogations sur le bien-fondé du capitalisme actionnarial commencent à apparaître. L'argument de retour du *business as usual* est devenu intenable. L'idée chemine que cette crise financière n'est pas « ordinaire ». Une crise systémique de cette envergure signale une mutation du capitalisme que l'on pressent sans pouvoir encore la définir. Les symptômes que des changements profonds transforment les économies sont ressentis dans les taux d'intérêt très bas, voire négatifs, et dans les rythmes d'inflation très faibles huit ans après le début de la crise et sept ans après son paroxysme. Partout où l'on se tourne, les profits par action évalués en dollars sont négativement affectés par le ralentissement du PIB nominal. Car c'est le PIB nominal, non pas le PIB réel, qui indique la vraie situation des économies au bord de la déflation ou en tout cas dont les taux d'inflation sont très en dessous de leurs cibles.

Les investisseurs institutionnels (fonds de pension et assureurs) porteurs d'engagements contractuels ne trouvent plus les rendements réguliers nécessaires pour faire face à leurs engagements. Il en découle des recherches de rendements que les entreprises ne fournissent pas. Certains se rendent compte que les comportements des entreprises non financières renforcent les attitudes de court terme. Selon Citibank, depuis 2011 les sociétés non financières dans le monde auraient racheté plus de 2,2 trillions de dollars de leurs propres

actions, soit 9 % de la valeur de marché des fonds propres, au lieu d'augmenter leurs actifs productifs. Les énormes excès de cash conservés par les entreprises dans leurs bilans deviennent néfastes en nourrissant des opérations spéculatives erratiques et en alimentant la corruption. C'est pourquoi de gros investisseurs commencent à s'inquiéter de ce que les marchés ne sont pas assez tournés vers le long terme. Le *private equity* n'est pas une solution générale car il est opaque et grevé de commissions exorbitantes.

Que ce soit par l'absence de souci du long terme dans les stratégies des firmes, le manque de gestion inclusive du personnel, ou l'emprise de la finance au sein des entreprises non financières, laquelle les transforme en *shadow banks*, l'épuisement du mode de régulation qu'est la valeur actionnariale fait obstacle à la rénovation vers la croissance soutenable. C'est pourquoi la promotion d'investisseurs responsables est indispensable pour donner du poids à une mutation de la gouvernance vers l'entreprise partenariale. La -troisième partie énonce un certain nombre de changements de règles prudentielles et comptables pour y parvenir. J'ajouterai seulement ici quelques caractéristiques d'un investisseur responsable.

Pour être qualifié de responsable, un investisseur doit reconnaître les interdépendances entre les évaluations financières et non financières, parce que son horizon lui fait comprendre que la dégradation de la qualité de la croissance menace le rendement à long terme des fonds qu'il investit. Il en résulte un besoin d'influencer la gouvernance des entreprises pour promouvoir les critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) dans leur gestion. Comme indiqué dans le chapitre 3, ces investisseurs doivent faire prévaloir des chartes stipulant que les droits de vote en assemblée générale doivent être pondérés par la durée de détention des actions. Ils doivent aussi s'assurer que les prérogatives du conseil d'administration s'imposent au management dans les comités de surveillance des risques et des rémunérations pour y rétablir de l'ordre et de la décence. Ils doivent aussi avoir des exigences vers les pouvoirs publics concernant le cadre réglementaire et comptable permettant de se placer sur un horizon long.

Reste le problème fondamental. Selon quels principes la finance doit-elle se réformer pour accompagner la mutation du capitalisme vers la croissance soutenable ? C'est le cadre normatif de la finance qui doit être changé pour parvenir à des réformes significatives. Le cadre actuel repose sur l'hypothèse d'efficacité, la liquidité généralisée, la prévision parfaite permettant de connaître la « valeur fondamentale » des actifs qui serait de connaissance commune et conforme au « modèle vrai » de l'économie. Non, la finance n'est pas cela. C'est un commerce de promesses sous la forme d'un énorme réseau d'engagements croisés. L'obsession de la liquidité conduit aux phénomènes mimétiques et l'assèchement de la liquidité à l'effondrement du réseau s'il n'est pas contrecarré par les banques centrales. Bref, tel que le cadre normatif est conçu, la finance n'est pas du tout auto-stabilisante. Un changement d'idéologie est nécessaire pour orienter un autre cadre normatif qui place le souci du financement à long terme et la robustesse des bilans au premier plan.

L'idée majeure est de considérer la finance comme un système complexe et de tirer parti des enseignements de l'étude d'autres systèmes complexes que sont les écosystèmes et les info systèmes. La régulation des systèmes complexes ne repose pas sur la quête vaine de l'efficacité maximale. Le maître mot est résilience. Dans ces systèmes, l'information est véhiculée à travers la circulation de l'énergie, dans le système financier à travers la circulation de la monnaie. Tous les maillons d'un système complexe sont interconnectés. Trois principes doivent être respectés pour obtenir la résilience : la viabilité par la diversité des types d'acteurs, la connectivité par une combinaison de complémentarités et de substituabilité limitée dans les interdépendances, enfin des boucles de rétroaction différenciées qui empêchent la contagion d'amplifier les vulnérabilités. Ces principes sont à l'opposé de la substituabilité et de la liquidité des actifs financiers les plus élevés possible qui sont

caractéristiques de la finance globalisée.

Quels principes d'organisation des systèmes financiers explorer pour éclairer des régulations financières pertinentes ? Un résultat essentiel des simulations de systèmes complexes applicable à l'économie est que la macroéconomie n'est pas la résultante du seul comportement microéconomique maximisateur de l'agent homogène représentatif. Plus fondamentalement encore, les systèmes complexes font interagir le macroscopique vers le microscopique. Le système global n'est pas la résultante des actions individuelles. Il a une existence propre produisant des informations pour les acteurs de niveau inférieur. Ces informations suscitent les incitations qui engendrent les boucles de rétroaction dont dépend la viabilité des sous-systèmes.

Dans le système complexe économique-financier, le niveau macroéconomique (sur système) est gouverné par la monnaie. La recherche de la résilience dépend de la politique macroprudentielle qui doit devenir le principal pôle de la politique monétaire. Les régulations financières proprement dites doivent être définies pour la plus grande efficacité de la politique macro-prudentielle. Cela implique notamment d'aller au-delà d'un renforcement des capacités d'absorption des chocs par les banques. C'est tout le marché de gros international de la liquidité qui est propice aux emballements, aux contagions et aux retournements violents, rendant la résilience impossible. Le chapitre 3 évoque un certain nombre de réformes possibles dans le sens de la résilience : réduire autant que possible les chaînes de gré à gré de transferts de liquidités par les produits dérivés pour organiser les transactions dans des chambres de -compensation supervisées par les banques centrales, requérir une certification délivrée après des tests rigoureux et indépendants des promoteurs pour autoriser la mise d'innovations financières sur le marché, différencier les acteurs financiers en abolissant le principe de la « juste valeur généralisée » en faveur de règles comptables et prudentielles adaptées aux horizons économiques différents des acteurs financiers, faire monter en puissance des acteurs financiers publics, tels que des banques de développement, fonds souverains et fonds sectoriels dédiés au financement d'infrastructures.

Gageons que ce livre suscitera de nombreux débats et de nouvelles recherches.

## GLOSSAIRE

**ABS (Asset Backed Securities)** : Actifs financiers adossés à d'autres actifs. Ces titres ont notamment été beaucoup utilisés dans le cadre de la titrisation de crédits immobiliers lors de la crise des *subprimes*.

**Accords de Bâle** : Recommandations du Comité de Bâle relatives à la réglementation prudentielle bancaire afin de prévenir les faillites bancaires. Trois accords ont été signés : Bâle 1 (1988), Bâle 2 (2004) et Bâle 3 (2010).

**Accords de Bretton Woods** : Accords internationaux signés en 1944 qui instituent un ordre monétaire et financier international opérationnel jusqu'en 1971. Les devises sont liées par des changes fixes, mais ajustables, le dollar étant la seule monnaie convertible en or. Les mouvements de capitaux sont contrôlés. Ces accords prévoient également la création de la Banque mondiale et du Fonds Monétaire International.

**Actif** : Catégorie comptable désignant tout ce que possède un individu, une entreprise, un intermédiaire -financier ou un État (voir Bilan). Par extension, « actif financier » désigne n'importe quel titre financier.

**Actif sous-jacent** : Désigne l'actif qui sert de référence à un produit financier (par exemple, une voiture pour une assurance automobile). Le sous-jacent est souvent le taux d'intérêt d'une dette ou le prix d'une matière première dans le cadre des produits dérivés.

**Action** : Part du capital d'une entreprise. Ce titre de propriété sur une part du capital (et non sur l'entreprise elle-même) donne des droits à son détenteur : voter dans l'instance représentative de la démocratie actionnariale (l'assemblée générale des actionnaires) et bénéficier d'un dividende. Le cours de l'action varie sur les marchés boursiers en fonction de l'offre et de la demande de titres.

**Administrateurs** : Membres du Conseil d'administration. Il s'agit des représentants des actionnaires qui contrôlent les dirigeants exécutifs de l'entreprise et veillent aux intérêts actionnariaux au sein de l'entreprise. Ils sont nommés et révoqués par l'assemblée générale des actionnaires.

**Assemblée générale des actionnaires** : Instance réunissant l'ensemble des actionnaires qui délibèrent sur certaines décisions stratégiques pour l'entreprise. La démocratie actionnariale ne s'y exerce pas sur le principe « 1 personne = 1 voix », mais sur le principe censitaire « 1 action = 1 voix ». Plus vous détenez d'actions, plus vous aurez d'influence sur les décisions à prendre. Parmi ces décisions, il y a notamment la nomination des administrateurs de l'entreprise, mais aussi le vote sur les dividendes à verser aux actionnaires.

**Asset managers ou gestionnaires/gérants d'actifs** : Acteurs financiers qui gèrent l'épargne qui leur a été confiée en la plaçant dans différents fonds d'investissement (qu'ils ont créés eux-mêmes ou non). Grâce à la délégation de gestion d'actifs, ces acteurs récupèrent notamment une part substantielle de l'épargne qui avait été confiée aux investisseurs institutionnels et aux banques.

**Autofinancement** : Profits conservés par l'entreprise pour préparer son futur en finançant une partie de ses projets d'investissement.

**Banque centrale** : Autorité administrative d'une zone monétaire (zone euro, zone sterling pour le Royaume-Uni...) qui émet la monnaie fiduciaire de cette zone (billets) et qui prête des liquidités aux banques de cette zone (dites les banques de second rang). La banque centrale mène une politique monétaire qui consiste à déterminer la quantité de liquidité prêtée aux banques de second rang, l'échéance et le prix de ces prêts (le taux d'intérêt de la banque

centrale). Au cours de l'histoire, les banques centrales ont été dépendantes ou indépendantes des États et pouvaient directement financer ou pas leurs déficits publics. La BCE (la Banque centrale européenne) n'est, par exemple, pas autorisée à financer les déficits publics des États membres de la zone euro. Néanmoins, elle peut acquérir leurs obligations sur le marché secondaire et influencer de la sorte le taux d'intérêt qu'ils doivent payer.

**Benchmark** : Norme minimum à atteindre. Dans le domaine des marchés financiers, le *benchmark* désigne souvent la rentabilité minimum à produire. Ce minimum peut provenir de l'observation des rendements offerts par des fonds ou entreprises similaires.

**Bilan** : Instrument comptable permettant d'identifier le patrimoine et les engagements d'un acteur (individu, entreprise, intermédiaire financier ou État). Le bilan se compose de deux parties : l'actif et le passif. Au passif du bilan se situent les engagements de l'acteur envers ceux qui lui ont apporté les fonds nécessaires à son fonctionnement : fonds propres et dettes. Dans le passif des banques se situent aussi les dépôts à vue des épargnants, et dans le passif des compagnies d'assurances se situent les provisions techniques, c'est-à-dire les engagements futurs envers les assurés qui payent périodiquement une prime d'assurance. L'actif du bilan indique comment sont utilisés ces fonds : actifs immobiliers, actifs circulants (trésorerie), actifs intangibles (brevets), par exemple. L'actif et le passif sont nécessairement égaux, conformément au principe de la partie double : toute source d'argent (au passif) engendre nécessairement une utilisation à l'actif, même si cette utilisation consiste en une simple thésaurisation. Les bilans sont tous interdépendants, le passif d'un acteur (dépôts à vue d'une banque ou fonds propres d'une société) constitue nécessairement l'actif d'un autre acteur (l'épargne d'un ménage ou l'actif financier d'un actionnaire).

**Bourse** : Marché financier où s'échangent les actions émises par les entreprises. Sur les marchés actions, il existe souvent des indices qui reprennent l'évolution moyenne des cours de Bourses des entreprises cotées dans le pays en question : CAC (France), Dax (-Allemagne), Ibex (Espagne), Footsie (Royaume-Uni), Dow Jones et NASDAQ (États-Unis), Nikkei (Japon)...

**Bulle** : Mouvement auto-entretenu de hausse du prix d'un actif particulier (immobilier aujourd'hui, bulbes de tulipe au XVIIe siècle). Les prix augmentant, les investisseurs achètent l'actif en question pour le revendre plus cher dans l'espoir d'une plus-value rapide. Ces achats massifs entretiennent la hausse des prix jusqu'à l'éclatement de la bulle, c'est-à-dire le krach boursier, le moment où la confiance dans la hausse des prix s'effondre. Le krach boursier est ainsi le mouvement inverse de la bulle : des ventes massives alors qu'il n'existe plus d'acquéreur sur le marché engendrent des baisses de prix et incitent tous les acteurs à essayer de vendre, ce qui entretient la baisse des prix. Les bulles sont souvent soutenues par l'endettement des investisseurs et la complaisance des banques prises dans l'euphorie de la hausse des prix. Les krachs sont suivis de longues phases de dépression pendant lesquelles ménages et entreprises se désendettent, au détriment de l'investissement et de la consommation.

**Business Angel** : Particulier qui place sa fortune personnelle auprès d'une entreprise pour favoriser son développement. Investissant dans plusieurs entreprises simultanément, le *business angel* espère miser sur la bonne entreprise qui lui permettra de compenser ses pertes réalisées sur les nombreuses entreprises faisant faillite. Il encaissera sa plus-value quand l'entreprise entrera en bourse.

**CDO (Collateralized Debt Obligation)** : Obligation adossée à des actifs dits collatéraux. Très utilisée lors des titrisations avant le déclenchement de la crise des *subprimes*.

**CDS (Credit Default Swap)** : Couverture sur défaut de crédit. Actifs financiers par lesquels

l'acheteur du titre se prémunit d'un risque de non-remboursement d'un actif sous-jacent en contrepartie du versement d'une prime. Il s'agit d'un contrat d'assurance sur un actif, à ceci près que le contrat en question peut être pris sur un actif qu'on ne possède pas soi-même, et que ce contrat peut être revendu à un tiers.

**Compagnies d'assurances** : Acteurs financiers qui placent les primes de cotisants cherchant à se prémunir de certains risques. Elles voient transiter d'énormes masses de capitaux notamment du fait de l'assurance vie.

**Conseil d'administration** : Instance de direction de l'entreprise. C'est là que se joue le contrôle régulier de la politique managériale dans l'entreprise (nomination et révocation du directeur général et prise de décision sur les transactions les plus importantes de l'entreprise).

**Contrôle des capitaux** : Dispositifs visant à limiter la mobilité internationale des capitaux. En vigueur durant l'ère de Bretton Woods, ils ont été abandonnés progressivement dans les années 1980, ce qui a coïncidé avec la recrudescence des crises financières.

**Déficit public** : Solde budgétaire négatif pour les administrations publiques. Cela signifie que l'État a dépensé plus dans l'année que les revenus qu'il a touchés (impôts et taxes notamment). Ce déficit public doit être financé en émettant des titres de dette à court terme (Bons du Trésor) ou à long terme (obligations souveraines), titres qui nécessitent de verser des intérêts à leurs porteurs.

**Déficit commercial** : Solde commercial négatif pour l'économie nationale. Cela signifie que l'ensemble de l'économie a importé davantage de biens et services en provenance du reste du monde qu'elle n'a réussi à en exporter. Un déficit commercial oblige l'économie nationale à faire entrer des capitaux. Vous avez en quelque sorte deux manières de payer pour vos importations : soit vous exportez en contrepartie de vos achats à l'étranger ; soit vous vous endettez pour payer vos fournisseurs à l'étranger.

**Délégation de gestion d'actifs** : Procédure d'externalisation de la gestion de portefeuille d'un acteur financier à un professionnel spécialisé dans les placements financiers.

**Dérégulation financière** : Réformes visant à libéraliser les marchés financiers, c'est-à-dire à supprimer les règles qui encadraient et limitaient les comportements des acteurs financiers. En pratique, il peut être utile de distinguer entre la déréglementation (diminution du nombre de règles existantes), la désintermédiation (remplacement du financement intermédié à l'aide des banques par un financement direct sur les marchés), le décloisonnement (-suppression des barrières entre marchés, y compris entre les différents marchés nationaux), la défiscalisation (incitations fiscales favorables aux marchés financiers), la déspecialisation (autorisations aux acteurs financiers de mener des opérations qui ne sont pas dans leur cœur de métier)...

**Dette publique** : Stock des emprunts publics contractés année après année. C'est en quelque sorte l'accumulation des flux de déficits publics. La valeur de la dette publique est souvent rapportée au PIB de l'économie nationale afin de comparer son importance par rapport aux autres pays.

**Dividende** : Part du profit de l'entreprise versée aux actionnaires.

**Encours** : Stock d'épargne géré par un investisseur.

**Effet de levier** : Technique financière consistant à s'approprier un supplément de rentabilité en jouant sur l'écart positif existant entre la rentabilité économique d'une affaire et la rémunération des prêteurs. Concrètement, il s'agit de mener des opérations économiques financées par endettement, en -engrangeant la différence de rendement au détriment des prêteurs grâce au levier (endettement) qui permet d'élever la rentabilité financière. Cette

technique pousse donc à l'endettement, mais elle peut se révéler extrêmement dangereuse car lorsque la rentabilité économique passe en dessous du coût de l'emprunt, l'effet de levier se transforme alors en effet marteau.

**Fair value** : Juste valeur. Pratique comptable consistant à enregistrer la valeur des actifs à leur valeur de marché plutôt qu'à la valeur historique de leur entrée dans le bilan de l'entreprise. En cas de détention d'actifs financiers et/ou immobiliers, cette pratique importe dans l'entreprise les fluctuations boursières et/ou immobilières.

**Fees** (commissions) : Frais prélevés par les intermédiaires financiers et les gérants d'actifs en contrepartie de la gestion d'un portefeuille d'actifs.

**Filiale** : Société détenue à plus de 50 % de son capital par une autre société, et donc contrôlée par cette dernière.

**Finance** : Terme générique pour désigner les acteurs du financement de l'économie, leurs activités de financement et leur rémunération sous forme de prélèvement d'intérêts, de dividendes ou de commissions (*fees*).

**Finance directe** : Organisation du système financier permettant un financement passant directement des agents à capacité de financement aux agents à besoin de financement. Cela s'opère notamment par la souscription d'actions ou d'obligations directement sur les marchés financiers, sans intermédiaire. Quand ce type de financement domine dans une économie, on parlera d'économie de marchés financiers.

**Finance intermédiée** : Organisation du système financier où l'épargne des agents à capacité de financement transite par des intermédiaires financiers (banques, fonds de pension, compagnies d'assurances...) avant de financer les emprunteurs. Quand le financement par crédit bancaire domine dans une économie, on parlera d'économie d'endettement.

**Financiarisation** : Processus par lequel la finance occupe une place de plus en plus importante dans le fonctionnement de nos économies, que ce soit au niveau microéconomique ou macroéconomique.

**Fonds de dotation universitaire** : Acteurs financiers qui placent à long terme les ressources confiées par les anciens étudiants, notamment sous la forme de dons. Ces fonds ont un rôle important aux États-Unis où les réseaux d'anciens étudiants sont très actifs et où le coût des études est très élevé.

**Fonds de pension** : Acteurs financiers destinés à financer les retraites de cotisants qui y placent leur épargne pour récupérer à échéance les revenus capitalisés. Les fonds de pension peuvent être à prestations définies (retraites garanties) ou à cotisations définies (retraites non garanties).

**Fonds propres** : Part du capital de l'entreprise appartenant aux actionnaires. Ils sont formés par les apports initiaux des actionnaires lors de la création de l'entreprise, par les éventuelles augmentations de capital, par les profits mis en réserve exercice après exercice, ainsi que par le résultat de l'exercice en cours.

**Fonds souverains** : Acteurs financiers liés à un État qui placent des ressources financières pour assurer des revenus à long terme à l'État en question. Les ressources proviennent notamment de la vente de matières premières (pétrole, gaz) ou d'excédents commerciaux.

**Hedge funds** : Fonds d'investissement récupérant l'épargne de fortunes privées et/ou d'investisseurs institutionnels, et jouant beaucoup également sur l'effet de levier. Ces fonds ont en général mauvaise réputation car ils adoptent des stratégies risquées et court-termistes dans les entreprises dans lesquelles ils placent.

**Herding** : Comportement de placement consistant à suivre les autres acteurs, comme le mouton dans son troupeau. Il s'agit d'une gestion pro-cyclique qui va dans le même sens que les mouvements du marché financier. Ce type de comportement tend à amplifier les fluctuations, à la hausse comme à la baisse, des marchés. Il s'oppose à une gestion contra-cyclique, allant à l'encontre du mouvement général des marchés. Les investisseurs postulés à long terme sont censés se comporter de manière contra-cyclique car ils ont le temps d'attendre... en principe.

**Hors-bilan** : Dans le hors-bilan figurent des éléments qui pourront se traduire par des opérations financières mais ne le sont pas encore tels que des engagements de crédit irrévocables à accorder, des cautions, des achats et ventes de titres non encore enregistrés pour tenir compte des délais de règlement/livraison, des engagements liés à des instruments de financement à terme...

**IARDS (Incendie, Accidents et Risques Divers)** : Risques pris en charge par les compagnies d'assurances (non-vie).

**IASB (International Accounting Standard Board)** : Normalisateur comptable international. C'est une institution privée chargée d'établir les normes comptables que devront suivre les entreprises cotées ou faisant appel public à l'épargne.

**IFM (Institution Financière Monétaire)** : Institution financière qui collecte des dépôts et accorde des crédits. Elle dispose du pouvoir de création -monétaire *ex nihilo* autrement dit, elle n'a pas besoin d'avoir des dépôts au préalable pour accorder un crédit. Exemple : les banques.

**IFNM (Institution Financière Non-Monétaire)** : Institution financière qui collecte des dépôts et accorde des crédits, mais qui ne dispose pas du pouvoir de création monétaire. Les financements se font sur ressources d'épargne préalable. Exemple : les fonds d'investissement.

**IFRS (International Financial Reporting Standard)** : Normes comptables internationales. Ces normes ont vocation à harmoniser les présentations des comptes des sociétés cotées en bourse afin d'éclairer au mieux le choix de placements des investisseurs. Ces normes doivent être respectées par les sociétés européennes cotées depuis 2005.

**Investissement** : Dépenses des entreprises en matériel de production tangible (machines, locaux) et intangibles (brevets).

**Investissement financier** : Acquisition de titres sur le marché primaire ou le marché secondaire.

**Investisseurs institutionnels** : Investisseurs financiers plaçant l'épargne collectée auprès d'autres acteurs pour produire des rendements par capitalisation. Cette catégorie regroupe les compagnies d'assurances, les fonds de pension et les *mutual funds*. Ils sont souvent appelés les « zinzins ».

**Krach boursier** : Voir bulle.

**LBO (Leverage Buy-Out)** : Opérations de rachat d'une entreprise où les fonds nécessaires à l'acquisition sont obtenus par un endettement extrêmement prononcé. L'acquéreur presse ensuite l'entreprise ciblée pour qu'elle génère suffisamment de cash pour rembourser son emprunt. Les LBO consistent à faire payer à l'entreprise rachetée le coût de son rachat.

**Levier d'endettement** : Voir effet de levier.

**Libéralisation financière** : Voir dérégulation financière.

**Liquidité** : Capacité à être transformé rapidement et sans frais en monnaie. Par extension, la liquidité désigne la capacité de revendre un actif financier à tout moment. La liquidité s'oppose donc à l'idée d'engagement.

**Macroéconomie** : Analyse du fonctionnement économique à l'échelle de l'ensemble d'un système économique.

**Marché primaire** : Marché où s'émettent de nouveaux titres. Seuls ces marchés permettent de lever de l'argent frais lors de l'émission de nouvelles obligations ou lors d'augmentations de capital par émission de nouvelles actions.

**Marché secondaire** : Marché où s'échangent des titres déjà émis par le passé. Ces marchés sont des marchés d'occasion où les propriétaires des titres changent, sans que de l'argent frais n'arrive jusqu'aux émetteurs des titres.

**Marché à terme** : Marché où les transactions ne se règlent définitivement qu'à une date ultérieure. La transaction a lieu au cours d'aujourd'hui, mais les échanges d'actifs se dérouleront à un terme futur, prévu en amont.

**Microéconomie** : Analyse du comportement économique d'un acteur isolé (entreprise, ménage, voire marché).

**Momentum** : Voir *herding*.

**Money managers** : Voir *asset managers*.

**Mondialisation** : Processus par lequel les opérations économiques et financières sont de plus en plus interdépendantes à une échelle mondiale.

**Mutual funds (Organismes de Placements Collectifs)** : Véhicules financiers qui regroupent dans un portefeuille unique différents actifs financiers spécialisés. Ces fonds d'investissement sont proposés notamment par les *asset managers*, mais aussi plus généralement par les banques et les investisseurs institutionnels.

**Obligation** : Titre de créance donnant droit au remboursement du capital et au versement d'un intérêt à son détenteur. Le cours de l'obligation varie sur les marchés en fonction de l'offre et de la demande. Il existe donc un risque en capital. Les entreprises émettent des obligations, notamment, car elles espèrent payer des intérêts plus faibles que ceux qu'elles paieraient auprès des banquiers. Les États s'endettent également en émettant des obligations dites souveraines pour financer leur déficit public (et le renouvellement de leur stock de dettes arrivées à échéance).

**OTC (Over The Counter)** : Marché de gré à gré. Marché non réglementé sur lequel les transactions peuvent impliquer des montants défiant les leviers d'endettement tolérés ailleurs.

**Passif** : Voir bilan.

**PIB (Produit intérieur brut)** : Valeur ajoutée par l'ensemble des unités résidentes. Cet indicateur est souvent utilisé pour mesurer la création de richesse dans une économie. Le PIB peut se comprendre selon trois optiques (production, dépense, revenu) : toute la richesse *produite* (la différence entre la valeur de la production et les consommations inter-médiaires, soit la valeur ajoutée lors du processus de production) est vendue à des acteurs pour qui cet achat constitue une *dépense* (sous la forme -d'investissement des entreprises, de consommation finale des ménages, de dépenses publiques et du solde commercial). Cette richesse, qui émerge de la production et de la vente, peut alors être distribuée sous forme de *revenus* (salaire ou profit).

**Private equity (capital investissement)** : Fonds d'investissement collectant l'épargne de

fortunes privées pour financer notamment le développement ou la création de petites entreprises innovantes. Ces fonds agissent également dans la direction des entreprises en y plaçant les meilleurs cadres du secteur débauchés dans d'autres entreprises concurrentes.

**Produits dérivés** : Contrats financiers d'assurance portant sur un actif sous-jacent ou un événement futur. Ces produits sont très utilisés pour se prémunir des fluctuations de taux d'intérêt, de taux de change ou de cours de Bourse. Ils peuvent même couvrir d'éventuels défauts sur crédit (voir CDS). Ils peuvent cependant générer de l'instabilité car d'une part on peut en souscrire sans détenir l'actif -sous-jacent, et d'autre part on peut en souscrire avec une faible mise de départ (voir effet de levier).

**Proxy advisor** : Entreprise exerçant des conseils auprès des fonds d'investissement détenteurs d'actifs financiers. Le *proxy advisor* peut conseiller l'actionnaire sur les décisions à prendre lors des votes en Assemblée générale, ou même voter directement à sa place.

**Rachat d'actions** : Pratique qui consiste pour une entreprise à racheter ses propres actions. On parle aussi de relution du capital (par opposition à -dilution du capital lorsque l'entreprise émet de nouvelles actions). Le rachat d'action est un mode de rémunération des actionnaires, souvent plus avantageux fiscalement que le dividende : lorsqu'une entreprise rachète ses propres actions, i) elle verse du cash aux actionnaires qui acceptent de les lui revendre, et ii) elle augmente le bénéfice par actions des actionnaires restants dans le capital, un même niveau de bénéfice pouvant maintenant être réparti entre moins d'actions.

**ROE (Return On Equity)** : Retour sur fonds propres. La rentabilité financière rapporte le bénéfice après versements des intérêts et des impôts aux seuls fonds propres de l'entreprise. Il s'agit d'un indicateur de rentabilité destiné aux actionnaires, puisqu'il rapporte la partie des profits qu'ils sont en mesure de réclamer aux apports qu'ils ont réalisés (fonds propres), là où la rentabilité économique (*Return On Assets, ROA*) rapporte la totalité des profits à la totalité des actifs, témoignant ainsi du rendement global de l'entreprise quand le *ROE* montre le rendement pour l'actionnaire.

**Shadow banking** : Activités financières se développant en dehors des cadres réglementaires traditionnels. Ces activités abritent donc des leviers d'endettement souvent très risqués.

**Shareholder Value (valeur actionnariale)** : Expression qui désigne l'orientation des entreprises en faveur de la satisfaction des désirs des actionnaires. Les entreprises sont désormais invitées à faire primer l'augmentation de la valeur de Bourse sur les autres considérations.

**Solvency** ou Solvabilité : Réglementations destinées aux compagnies d'assurances pour garantir leur solvabilité. C'est l'équivalent des accords de Bâle pour les banques, mais cette fois c'est l'Union européenne qui est à la manœuvre. La réglementation s'établit en plusieurs temps : Solvency 1 date de 2002, alors que Solvency 2 est signée en 2009 et devrait entrer en vigueur en 2016.

**Start-up** : Jeune entreprise dynamique et innovante, souvent spécialisée dans le secteur des nouvelles technologies.

**Titre** : Catégorie générique désignant les instruments de financement à disposition des entreprises, des intermédiaires financiers ou des États (actions et obligations, par exemple). Lors de l'opération de financement (cf. marché primaire), on dit que l'agent à besoin de financement émet le titre et que le pourvoyeur de fonds acquiert le titre et les droits qui y sont associés (intérêts, dividendes, droits de vote...).

**Titrisation** : Technique financière consistant à rendre négociable sur les marchés financiers un actif qui ne l'est pas au départ (c'est-à-dire à le transformer sous forme de titres). Cette

innovation financière a été particulièrement utilisée avant le déclenchement de la crise des *subprimes* pour revendre des crédits immobiliers à l'intérieur de produits financiers complexes intégrant également des couches d'autres actifs financiers plus sûrs.

**Trading à haute fréquence** : Activités financières organisées sur le très court terme. Elles reposent sur l'utilisation d'algorithmes qui déclenchent des transactions qui déclenchent automatiquement pour bénéficier de marges très faibles en continu (à la milliseconde). Ce fonctionnement opaque et mimétique amplifie les fluctuations boursières et augmente le risque de krach brutal.

**TTF (Taxe sur les Transactions Financières)** : Taxe destinée à décourager la spéculation de court terme en frappant d'un petit pourcentage l'ensemble des transactions financières.

**Vente à découvert** : Pratique consistant à vendre à terme un actif qu'on ne possède pas encore. Les marchés à terme permettent en effet de réaliser des promesses de vente et de régler les transactions ultérieurement. Il est donc possible de vendre à découvert un titre dont on anticipe que la valeur baissera. On est obligé de l'acheter avant terme, mais si la baisse se produit, on réalisera une plus-value. Les ventes à découvert sont de puissants instruments baissiers sur les marchés financiers. Elles sont souvent interdites en cas de crise aiguë.

**Zinzins** : voir p. 70.

# NOTES

## Notes du chapitre 1

3. Pour les économistes traditionnels, les économies primitives étaient organisées sur la base du troc. Devant ses inconvénients, les populations auraient inventé les pièces de monnaie pour -faciliter les échanges. Pour améliorer le système des paiements, il aurait ensuite été décidé d'opter pour des billets à la forme plus commode. Finalement, le souci constant d'efficacité et de -sécurité aurait poussé à adopter la monnaie scripturale (les comptes en banque), dont la création repose essentiellement sur l'endettement.

4. Sur la définition des économistes orthodoxes, voir le manifeste pour une économie pluraliste de l'Association française d'économie politique (AFEP), (2015).

5. L'hypothèse d'instabilité financière dessine plutôt une histoire courte de la finance. Minsky (1990) développe aussi une histoire longue du capitalisme, non pas basée sur l'hypothèse d'instabilité financière mais sur les innovations financières qui ont lieu à chacune des phases que nous décrivons ici, et qui sont marquées par des relations finance-industrie spécifiques, que nous venons de voir : développement de la bourse et des banques d'investissement dans un premier temps, domination des banques d'investissement à l'époque des barons voleurs, prédominance des banques centrales et des banques commerciales pendant les Trente Glorieuses et ère des *money managers* à partir des années quatre-vingt.

6. Nous centrons ici notre analyse sur l'expérience américaine pour deux raisons : d'une part, parce qu'il s'agit du pays qui a poussé le plus loin l'expérimentation du capitalisme financier ; d'autre part, parce qu'il existe peu de données statistiques exploitables en histoire longue pour les cas français ou européens.

7. Goldman Sachs a été accusée d'avoir spéculé sur l'effondrement des produits de type « subprimes » (produits complexes, adossés à des crédits immobiliers américains) qu'elle avait revendus à ses clients.

8. Le bilan d'une banque permet de décrire l'origine de ses fonds et envers qui elle en est redevable (le passif du bilan) et la manière dont ces fonds sont utilisés (l'actif du bilan). Schématiquement, le passif d'une banque est constitué des dépôts du commun des mortels, de l'endettement des banques auprès d'autres banques (dette interbancaire), de l'endettement des banques auprès des marchés financiers sous forme de titres nommés obligations (la dette obligataire) et les fonds apportés par les actionnaires ou obtenus par accumulation des bénéfices retenus (fonds propres). L'actif de la banque peut être constitué de prêts ou d'acquisition de titres sur les marchés financiers (actions, obligations...).

9. La capitalisation consiste à placer sur les marchés financiers l'épargne collectée (achat d'actions, obligations...) pour la faire fructifier et à réinvestir les revenus financiers ainsi obtenus de manière à accroître la somme initiale.

10. En France, des compagnies d'assurances sont autorisées à se constituer à la fin XVIIe-début XVIIIe, avant d'être abolies par la Révolution française. Au cours du XIXe siècle, les salariés vont constituer des caisses de prévoyance qui, pour ne pas être laissées à leur discrétion, vont faire l'objet de législations fin XIXe-début XXe (les assurances sociales : accidents du travail, retraites et assurances-maladie) et seront gérées par des organismes privés. Il faut attendre l'instauration de la Sécurité sociale et la nationalisation du secteur des assurances après la Seconde Guerre mondiale pour que la socialisation des risques soit administrée par la puissance publique.

11. Ce chiffre est supérieur aux 28 800 milliards de dollars de la figure 7 car il intègre les filiales de gestion d'actifs des banques.

12. Ces gestionnaires d'actifs sont : Blackrock, Allianz group, State Street Global, Vanguard Group, Fidelity Investments, J.P. Morgan, Bank of NY Mellon, BNP Paribas, Capital Group, UBS, Prudential Financial, Amundi AM, HSBC Holding, Goldman Sachs, Natixis, Deutsche Bank, Nippon Life Insurance, Franklin Templeton, Northern Trust, Global Axa Group.

13. L'enjeu est différent pour les détentions d'obligations car ces dernières représentent des titres de dettes contrairement aux actions qui sont des titres de propriété.

## Notes du Chapitre 2

14. Les *corporations* américaines n'ont cessé de se protéger des pouvoirs publics par l'utilisation du 14<sup>e</sup> amendement de la Constitution américaine, initialement prévu pour préserver les droits des esclaves affranchis. Entre 1890 et 1910, cet amendement sera utilisé 288 fois par les corporations et 19 fois par les Afro-Américains (L'Italien, 2012).

15. Cette société est une personne morale, c'est-à-dire avec une autonomie juridique propre.

16. Certaines sociétés privilégient la forme de conseil de surveillance et non de conseil d'administration (CA). Le conseil de surveillance nomme alors un directoire, c'est-à-dire le haut management, dont le président correspond au directeur général de la société à CA. La particularité des sociétés à conseil de surveillance tient à ce que les membres de ce conseil ne peuvent être également membres du directoire, contrairement aux sociétés à CA où les managers et le directeur général peuvent faire partie du conseil. Ainsi, le directeur général d'une société à CA peut aussi être le président du conseil, cumulant les deux fonctions sous l'appellation de PDG, mais cette situation est impossible pour les sociétés à conseil de surveillance où les fonctions de président du conseil et de directeur général (de président du directoire) sont strictement séparées. Par commodité, nous employons souvent l'expression « CA », mais tout ce qui est écrit s'applique aussi aux sociétés à conseil de surveillance.

17. Une somme actualisée correspond à la valeur actuelle d'une valeur future. Si les prix augmentent de 10 % en un an, on peut dire que 110 euros que j'aurai dans un an valent actuellement 100 euros.

18. Pour reprendre l'aphorisme de Warren Buffett : « Il y a toujours un pigeon à une partie de poker. Si vous ne savez pas qui c'est, c'est certainement vous ». Le pigeon au poker se fera plumer par les autres joueurs de la table, plus aguerris, souvent même en connivence pour organiser le dépouillage de leur victime innocente. Le pillage délibéré des petits investisseurs, ainsi que les délits d'initiés entre gros poissons, est aussi une réalité fréquente en finance. Sur les marchés boursiers, il est nécessaire que certains acteurs perdent de l'argent pour que d'autres en gagnent beaucoup. Les fonds prédateurs dont nous parlons ici ont besoin que des épargnants achètent les actions qu'ils souhaitent vendre pour pouvoir sortir du capital des entreprises avec profit. Faute d'une telle contrepartie, ils pourront toujours réclamer des rachats d'actions à l'entreprise pour pouvoir revendre leurs titres.

19. Aux États-Unis, les PME peuvent aussi se financer directement sur les marchés financiers contrairement à l'Europe.

20. Les citations reproduites ici ont été traduites par nos soins et sont extraites du texte du discours disponible sur le site de la Banque d'Angleterre (dernier accès le 3 novembre 2015) :

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2015/843.aspx>

21. Nous retrouvons certaines de ces critiques dans le livre vert de la Commission européenne sur le financement de l'investissement à long terme. Pour une présentation de ce livre vert, voir p. 192.

22. Les marchés dérivés sont des marchés où se négocient des produits dérivés qui sont des

sortes d'assurance contre les variations de prix (taux d'intérêt ou taux de change variable, par exemple, prix des matières premières...).

23. En termes d'emploi, les États-Unis, l'Allemagne ou le Royaume-Uni connaissent des situations qui peuvent paraître enviables du point de vue français. Le taux de chômage y est certes plus faible mais cela s'explique par des retraits d'activités (faible taux d'emploi américain), la multiplication des contrats de très courte durée (mini-jobs allemands et contrats 0 heure au Royaume-Uni) ou la poursuite de stratégies de croissance qui sont insoutenables et non généralisables. Insoutenables car elles reposent sur le redémarrage de l'endettement (qui alimente la reprise immobilière et boursière au Royaume-Uni et aux États-Unis). Non généralisables à tous les pays car elles se basent sur des excédents commerciaux qui, par définition, ne sont possibles que si d'autres pays présentent des déficits commerciaux. Pour davantage d'éléments sur ce point, voir p. 159 « avec la financiarisation, un régime macroéconomique en soins palliatifs ».

24. L'inflation est l'ennemie de l'épargnant car, en grignotant les intérêts issus de l'épargne, elle nuit au pouvoir d'achat des épargnants. Ainsi, il est possible de comprendre pourquoi des pays vieillissants ont une tolérance pour l'inflation plus faible que des pays plus jeunes. Inversement, l'inflation est favorable aux débiteurs qui voient le fardeau de leur dette s'alléger par la montée des prix (si bien sûr, elle est suivie d'une réévaluation, même partielle, de leurs revenus), la préférence pour une inflation plus élevée favorisera dans une société les débiteurs, c'est-à-dire souvent les ménages les plus jeunes. Derrière le remplacement des politiques de lutte pour l'emploi par des politiques de lutte contre l'inflation, on retrouve un changement plus profond dans nos sociétés : on passe de politiques qui favorisent le travailleur à des politiques qui favorisent le rentier. Rappelons au passage que seuls les hauts revenus ont une épargne significative et que les inégalités de patrimoines traversent toutes les classes d'âge.

25. Même une petite hausse de taux d'intérêt peut avoir de lourdes conséquences économiques. Ainsi, aux niveaux actuels, un point de taux d'intérêt en plus occasionnerait une dépréciation de la valeur des titres de dette publique à 30 ans déjà émis de 26 % (*AlterEco* +, 28 mai 2015). Une telle chute de la valeur de ces actifs pourrait générer quelques pertes dans les bilans des institutions qui les détiennent.

### Notes du chapitre 3

26. Ils représentent des organisations de personnes au service d'une ou plusieurs familles, qui offrent un conseil aux familles au service exclusif de leurs intérêts patrimoniaux. Ils font partie de la catégorie d'investisseurs de long terme car ils supposent la préservation de la cohérence familiale dans une vision à long terme, transgénérationnelle.

27. Cela concerne essentiellement certains types de *private equity* (capital investissement) pris dans leur dimension apport de capital aux entreprises innovantes car l'épargne collectée par ces fonds est bloquée quelques années.

28. Les *asset managers* proposent traditionnellement à leurs clients deux types de gestion : des *investment funds* proposés aux épargnants individuels et institutionnels ou des mandats de gestion, proposés essentiellement aux clients institutionnels et fortunes personnelles. Dans les seconds types, les *asset managers* sont censés apporter des solutions de placements sur mesure à leurs clients au regard de leurs besoins spécifiques.

29. En réalité, les banques, compagnies d'assurances, fonds de pension, gestionnaires d'actifs et *hedge funds* ont une multitude de placements. Si l'on souhaitait suivre leur stratégie de portefeuille, il faudrait donc démultiplier les flèches vers d'autres entreprises et/ou d'autres intermédiaires financiers spécialisés soit dans les actions domestiques (de manière active pour

les uns ou suivant une stratégie indiciaire pour les autres), soit dans les obligations internationales, et ainsi de suite selon la diversité des titres, des localisations géographiques. Le point de vue adopté ici est de suivre le financement avant qu'il n'arrive dans l'entreprise.

30. De 2002 à 2014, le rendement nominal moyen des fonds de pension américain (calculé comme le revenu des investissements financiers par rapport aux actifs) est de 2,2 % par an. Ces chiffres de l'OCDE sont assez ambigus car ils correspondent à des rendements « après dépenses d'investissement » mais « avant commissions de gestion » (*Pension Markets in Focus*, 2013, p. 16 ou 2014, p. 18). Appliquons toutefois un taux de commission correspondant à 0,45 % des actifs sous gestion :  $0,45/2,2 = 20\%$ . Si on considère que les 0,45 % ont déjà été déduits du rendement des fonds de pension dans les chiffres de l'OCDE, alors il convient de calculer :  $0,45/(2,2 + 0,45) = 17\%$ . Il s'agit ici d'ordre de grandeur et non d'une mesure précise. Ces chiffres permettent néanmoins de souligner que sur les 15 dernières années, entre 17 % et 20 % du rendement annuel des fonds de pension américains sont consacrés au paiement de commissions de gestion.

31. *Financial Times*, 2015, 16 novembre, "Pressure mounts on fund managers to disclose hidden fees".

32. Ces normes sont promues par le normalisateur comptable international IASB (International Accounting Standards Board), un organisme de nature privée qui a peu à peu intégré dans sa gouvernance une minorité de représentants des pouvoirs publics.

33. Question 20 : Selon vous, dans quelle mesure la comptabilisation à la juste valeur (JV) ou *fair value* (FV) a-t-elle entraîné un court-termisme des investisseurs ? Existe-t-il des alternatives à la juste valeur, ou d'autres moyens permettant de compenser ces effets ?

34. Capital Requirements Directives.

35. Capital Requirements Regulation.

36. C'est-à-dire du capital réglementaire de bonne qualité comme les actions ordinaires et les résultats mis en réserve. Les titres hybrides jugés plus risqués ont été désormais exclus de cette catégorie.

37. Chavagneux, Philipponnat, 2014.

38. Question 10 : Les réformes prudentielles en vigueur ou programmées ont-elles des effets cumulatifs sur le niveau et la cyclicité du volume total des investissements à long terme et dans l'affirmative, quelle est l'importance de ces effets ? Comment répondre au mieux à un impact éventuel ?

39. Le *trading book* comporte l'ensemble des actifs qui ont vocation à faire l'objet de négociations à court/moyen terme.

40. Le *banking book* comporte tous les actifs du portefeuille bancaire qui ont vocation à être détenus jusqu'à leur échéance.

41. Les provisions techniques correspondent aux indemnités futures que les assurances devront verser à leurs assurés. Elles constituent donc un engagement et se situent au passif des comptes des assureurs, de la même manière que les dépôts à vue se situent au passif des banques (engagements envers les déposants).

42. Elle a été adoptée en 1973 pour les contrats d'assurance non-vie et 1979, pour les contrats d'assurance vie.

43. Le capital réglementaire exigé correspond au capital permettant de faire face à une crise bicentenaire.

44. La directive 2003/41/CE sur les institutions de retraite professionnelle (IORP) concerne les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle et fixe donc le cadre officiel des retraites professionnelles en Europe.
45. Le G20, créé en 1999, réunit les gouvernements et banques centrales des 20 économies dites « major », soit 85 % du PIB mondial. Ils s'intéressent surtout à la stabilité financière internationale.
46. Outre la collecte de dépôts et l'octroi de crédits, les banques universelles ont des filiales de gestion d'actifs pour compte de tiers (*asset management*) et d'assurance (bancassurance).
47. Rappelons que cette maigre contribution des marchés primaires surestime encore le rôle positif de la bourse, puisque les rachats d'actions dépassaient les 400 milliards de dollars, de sorte que les marchés pompent de l'argent des entreprises plutôt qu'ils n'en injectent.
48. L'expression de répression financière a été initialement proposée par McKinnon (1973) et Shaw (1973) pour désigner les périodes au cours desquelles la finance est strictement encadrée. Dans leurs écrits, cela constitue un obstacle à la croissance, et ils plaident plutôt pour une dérégulation financière. Nous reprenons leur terme, mais nous laissons de côté la connotation péjorative qu'il avait chez McKinnon et Shaw. Selon nous, la répression financière est souhaitable, tant la dérégulation a été menée loin et tant ses méfaits se sont montrés nombreux.

## BIBLIOGRAPHIE

### RÉFÉRENCES CITÉES DANS LE TEXTE

- AFEP (2015), *À quoi servent les économistes s'ils disent tous la même chose ? Manifeste pour une économie pluraliste*, Paris : Les Liens Qui Libèrent.
- Aglietta, M., S. Rigot (2009), *Crise et Rénovation de La Finance*, Odile Jacob, Paris.
- Albert, M. (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Points, Paris.
- Arcand, J.-L., Berkes, E., Panizza, U. (2012), « Too much finance ? », *IMF Working Paper*, No. 12/61.
- Asker, J., Farre-Mensa, J. et Ljungqvist, A. (2015), "Corporate investment and stock market listing : A puzzle ?", *Review of Financial Studies*, vol. 28, no 2, p. 342-390.
- Bairoch, P. (1997), *Victoires et déboires. Histoire économique et sociale du monde du XVIe siècle à nos jours*, 3 volumes, Paris : Gallimard.
- Bassanini, A., Breda, T., Caroli, E., Reberioux, A. (2014), "Working in family firms : less paid but more secure ? Evidence from French matched employer-employee data", working paper.
- Beffa, J.L. (2012), *La France doit choisir*, Paris : Seuil.
- Berle, A.A., Means, G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York : The Macmillan Company.
- Braudel, F. (1985), *La Dynamique du Capitalisme*, Paris : Arthaud.
- Boon, L., Brière, M., Rigot, S., 2015, Regulation and Pension Funds' Risk Taking, Working paper.
- Brossard, O., Lavigne, S., Sakinç, M. (2013), "Ownership structures and R&D in Europe : the good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders", *Industrial and*

*Corporate Change*, 22 (4), p. 1031-1068.

Buffett, W. (1997), *The Essays of Warren Buffett. Lessons for Corporate America*, Carolina Academic Press.

Capelle-Blancard, G. et Couderc, N. (2006), « Licenciements boursiers chez Michelin et Danone : beaucoup de bruit pour rien ? », *Revue française d'économie*. Volume 21 n° 2, 2006. p. 55-73.

Cecchetti, S. et Kharroubi, E. (2012), “Reassessing the impact of finance on growth”, *BIS working paper*, n° 381, juillet.

Çelik, S. and M. Isaksson (2013), “Institutional Investors as Owners : Who Are They and What Do They Do ?”, *OECD Corporate Governance Working Papers*, No. 11, OECD

Chavagneux, C., Philipponnat, T. (2014), *La capture. Où l'on verra comment les intérêts financiers ont pris le pas sur l'intérêt général et comment mettre fin à cette situation*, La Découverte.

Cordonnier, L. (2011), « Pourquoi les économistes se sont-ils trompés à ce point ? », *L'Économie Politique*, n° 50, p. 32-44.

Cordonnier, L. (2006), « Le profit sans l'accumulation : la recette du capitalisme gouverné par la finance », *Innovations, Cahiers d'Économie de l'Innovation*, n° 23, p. 79-108.

Coupey-Soubeyran, J., Delatte, A.L. (2015), « Financement de l'économie : un problème d'artère bouchée », *Le Nouvel économiste*, avril.

Demaria, S, Rigot, S. (2015), « Accounting Standards of Insurance Companies : What Stakes for Long Term Investment ? A French Case Explanatory Analysis », Working paper.

Ducouloux-Favard, C. (1992), « L'histoire des grandes sociétés en Allemagne, en France et en Italie », *Revue internationale de droit comparé*, vol. 44, no 4, p. 849-881.

Ellul, A., Pagano, M., Schivardi F. (2013), “Employment and Wage Insurance within Firms : Worldwide Evidence”, working paper.

Epstein, G.A., Crotty, J. (2013), “How Big Is Too Big ? On the Social Efficiency of the Financial Sector in the United States”, *PERI Working Paper Series*, n° 313.

FMI (2011), “Long-Term Investors and Their asset allocation : Where are They now ?”, *Global Financial Stability Report*.

FMI (2014b), « Prise de risques, liquidité et banque parallèle : maîtriser les excès et promouvoir la croissance », *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, octobre 2014.

Graeber, D. (2013), *Dette : 5 000 ans d'histoire*, Paris : Les Liens Qui Libèrent.

Gropp, R. et Köhler, M. (2010), “Bank owners or bank managers : who is keen on risk ? Evidence from the financial crisis”, document de travail, SSRN.

Haldane, A., Madouros, V. (2012), “The dog and the frisbee”, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 109-159.

Haldane, A., Simon, B., Madouros, V. (2010), “What Is The Contribution of The Financial Sector : Miracle Or Mirage ?”, in Turner *et al.* (2010) “The Future of Finance : The LSE Report”,

Hecht, J. (2014), “Is net stock issuance relevant to capital formation ? Comparing heterodox models of firm-level capital expenditures across the advanced and largest developing economies”, *Cambridge Journal of Economics*, 38 (5), 1171-1206.

- Hellwig, M. (2008), “Systemic Risk in the Financial Sector : An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis”, Working Paper Series of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods.
- Jordà, O., Schularick, M., Taylor, A. (2014), “The Great Mortgaging : Housing finance, crises, and business cycles”, *NBER Working Paper*, n° 20501.
- Kalecki, M. (1943), *Studies in Economic Dynamics*, London : Allen & Unwin.
- Kay, J. (2015) “For the ordinary saver, liquidity is of little value”, *Financial Times*, 17 November.
- Kay, J. (2012), “The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making”.
- Keynes J.M. (1936, [2005]), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris : Payot.
- Keynes, J.M. (1924), « La fin du laissez-faire », p. 55-86, in Keynes, J.M. (2002), *La Pauvreté dans l'Abondance*, Paris : Gallimard.
- Keynes, J.M. (1919, [1920]), *The Economic Consequences of the Peace*, New York : Harcourt, Brace and Howe.
- Kneer, C. (2013), “Finance as a magnet for the best and brightest : Implications for the real economy”, *De Nederlandsche Bank working paper*, n° 392, septembre.
- Krippner, G.R. (2005), “The Financialization of the American Economy”, *Socio-Economic Review*, volume 3, n° 2, pp. 173-208.
- Lazonick, W., O'Sullivan, M. (2000), “Maximizing Shareholder Value : a New Ideology for Corporate Governance”, *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, p. 13-35.
- Lefebvre-Taillard, A. (1985), *La société anonyme au XIXe siècle. Du Code de commerce à la loi de 1867, histoire d'un instrument juridique du développement capitaliste*, PUF, Paris, 481 p.
- L'Italien, F. (2012), *Béhémoth Capital. Contribution à une théorie dialectique de la financiarisation de la grande corporation*, Thèse de doctorat, Université Laval.
- Lordon, F. (2009), *La crise de trop : Reconstruction d'un monde failli*, Fayard, Paris.
- Mariathasan, M. et Merrouche O. (2013), “The Manipulation of Basel Risk-Weights”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 23 (3), pages 300-321.
- McKinnon, R.I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C. : Brookings Institution.
- McKinsey & Compagny (2007), *The New Power Brokers : How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity are Shaping Global Capital Markets*. McKinsey Global Institute.
- Minsky, H.P. (1990), “Schumpeter : Finance and Evolution”, in *Evolving Technology and Market Structure : Studies in Schumpeterian Economics*, Heertje, A. et Perlman, M. (ed.), p. 51-74, The University of Michigan Press, Ann Arbor.
- Mishel, L. et Davis, A. (2014), “CEO pay continues to rise as typical workers are paid less”, *Economic Policy Institute*, Issue Brief n° 380.
- Montecino, J.A., Epstein, G., Levina, I. (2014), “Long-term trends in intra-financial sector lending in the U.S. : 1950-2012”, *PERI Working Paper*, no. 344.
- Morck, R. (2006), « Corporations », document de travail no 878093, SSRN.

- Morin, F. (2015), *L'Hydre mondiale. L'oligopole bancaire*, Lux éditions.
- Morin, F. (2011), *Un monde sans Wall Street ?*, Éditions du Seuil, Paris, 186 p.
- Musgrave, R.A. (1959), *The Theory of Public Finance : A Study in Public Economy*, New-York : McGraw-Hill.
- OCDE (2015), *Business and Finance Outlook*, OECD Publishing : Paris.
- Philippon, T. et Reshef, A. (2012), “Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry : 1909-2006”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 127 (4), p. 1551-1609.
- Piketty, T. (2013), *Le capital au XXIe siècle*, Seuil.
- Piketty, T. et Saez, E. (2006), “The evolution of top incomes : a historical and international perspective”, *American economic review*, vol.96, n° 2, p. 200-205.
- Pitt-Watson, D. (2009), “Tomorrow’s Investor Pensions for the people : addressing the savings and investment crisis in Britain”, rapport pour *The Royal Society for the encouragement of Arts, Manufactures and Commerce*.
- Polanyi, K. (1944, [1983]), *La Grande Transformation. Aux Origines politiques et économiques de notre Temps*, Paris : Gallimard.
- Reinhart, C. et Rogoff, K. (2010), *Cette fois, c’est différent. Huit siècles de folie financière*, Pearson.
- Rigot S. (2010), *Stratégies et gouvernance des fonds de pension*, thèse de doctorat en économie, Université Paris Ouest Nanterre La défense.
- Robé, J.P. (1999), *L’entreprise et le droit*, PUF, Paris, 127 p.
- Scialom L. et Tadjeddine, Y. (2014) « Banques hybrides et réglementation des banques de l’ombre », *Note Terra Nova*, 17 novembre.
- Shaw, E.S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*. New York : Oxford University Press.
- Schularick, M. et Taylor, A. (2012), “Credit Booms Gone Bust : Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008”, *American Economic Review*, 102 (2) : 1029-61.
- Smith, A. (1776, [2001]), *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des Nations*, Paris : Flammarion.
- Sombart, W. (1902), *Der moderne Kapitalismus. Die Genesis des Kapitalismus*, t. 1, Leipzig.
- Stiglitz, J.E. (2010), *Le Triomphe de la cupidité*, Paris, Les Liens Qui Libèrent.
- Taylor, L. (2004), *Reconstructing Macroeconomics. Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream*, London : Harvard University Press.
- Turner, A. (2015), *Between Debt and the Devil : Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton University Press.
- Van De Velde, F. (2005), *Monnaie, Chômage et Capitalisme*, -Villeneuve-d’Ascq : Presses universitaires du Septentrion.
- Van Treeck, T. (2009), “The Political Economy Debate on ‘Financialisation’ – A Macroeconomic Perspective”, *Review of International Political Economy*, volume 16, issue n° 5, p. 907-944.
- Villeroy de Galhau, F. (2015), « Le financement de l’investissement des entreprises », Rapport pour le Premier ministre.

Weber, M. (1905, [1967]), *L'Éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, Paris : Plon.  
Zingales, L. (2015), "Does Finance Benefit Society ?", *NBER Working Paper*, n° 20894.

## POUR ALLER PLUS LOIN

Aglietta, M. et Rebérioux, A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.

Batsch L. (2002), *Le capitalisme financier*, La Découverte, Paris.

Bachet D. (2007), *Les fondements de l'entreprise*, Les Éditions de l'Atelier, Ivry-Sur-Seine.

Baudru, D. et Kechidi, M. (1998), « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'Économie Financière*, vol. 48, n° 4, p. 67-78.

Baudru, D. et Lavigne, S. (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier français », *Revue d'Économie Financière*, vol. 63, n° 3, p. 91-105.

Colletis, G. (2012), *L'urgence industrielle !*, Éditions Le Bord de l'eau, Paris.

Duménil, G. et Lévy, D. (2014), *La grande bifurcation*, La Découverte, Paris.

Duménil, G. et Lévy, D. (2000), *Crise et sortie de crise. Ordre et désordres néolibéraux*, Presses universitaires de France, Paris.

Duménil, G. et Lévy, D. (éd.) (1999), *Le triangle infernal. Crise, mondialisation, financiarisation*, Presses universitaires de France, Paris.

Durand, C. (2014), *Le capital fictif. Comment la finance s'approprie notre avenir*, Les prairies ordinaires, Paris.

Favereau, O. (2014), *Entreprises : la Grande Déformation*, Paroles et Silence Éditions, Paris.

Froud, J., Johal, S., Leaver, A., Williams, K. (2006), *Financialization and Strategy. Narrative and numbers*, Routledge, New York.

Guttman, R. (2016), *Finance-Led Capitalism*, Palgrave Macmillan, New York.

Lantenois, C. et Coriat, B. (2011), « Investisseurs institutionnels non-résidents, corporate governance et stratégies d'entreprise », *Revue d'économie industrielle*, vol. 134, n° 2, p. 51-84.

Lazonick, W. (2010), "Innovative Business Models and Varieties of Capitalism : Financialization of the U.S. Corporation", *Business History Review*, vol. 84, p. 675-702.

Lazonick, W. (2014), "Profits Without Prosperity : Stock Buybacks Manipulate the Market and Leave Most Americans Worse Off", *Harvard Business Review*, September : p. 47-55.

Lordon, F. (2002), *La politique du capital*, Odile Jacob, Paris, 347 p.

Lordon, F. (2003), *Et la vertu sauvera le monde... Après la débâcle financière, le salut par l'éthique ?*, Raisons d'agir, Paris.

Morin, F. (1998), « La rupture du modèle français de détention et de gestion des capitaux », *Revue d'Économie Financière*, vol. 50, n° 6, p. 111-132.

Morin, F. et Rigamonti E. (2002), « Évolution et structure de l'actionariat en France », *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 141, p. 155-181.

Orhangazi, O. (2008), "Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector : A theoretical and empirical investigation on the US economy : 1973-2003", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, p. 863-886.

Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.

Plihon, D. (2009), *Le nouveau capitalisme*, La Découverte, Paris, 3e édition.

Plihon, D. et Ponsard, J.P. (dir.) (2002), *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises ?*, La documentation française, Paris.

Segrestin, B., Levillain, K., Vernac, S. et Hatchuel A. (2014), *La Société à Objet Social Étendu : proposition pour un nouveau statut de l'entreprise*. Paris : Presses des Mines.

Stockhammer, E. (2004), "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, p. 719-741.

Van der Zwan, N. (2014), "Making sense of financialization", *Socio-Economic Review*, vol. 12, n° 1, p. 99-129.

Weinstein, O. (2010), *Pouvoir, finance et connaissance : les transformations de l'entreprise capitaliste entre XXe et XXIe siècles*, La Découverte, Paris.

#### *Numéros spéciaux de revues :*

*L'Année de la Régulation. Économie, Institutions, Pouvoirs* (2000), Fonds de pension et « nouveau capitalisme », n° 4.

*Cambridge Journal of Economics*, (2015), Symposium: Financialisation, income distribution and crisis, vol. 39, n°3.

*Competition & Change* (2009), Financialised Capitalism: After the Crisis and Beyond Neoliberalism, vol. 13, n° 2.

*Competition & Change* (2008), Questioning Finance, vol. 12, n° 2.

*Economy and Society* (2000), From shareholder value to present-day capitalism, vol. 29, n° 1.

*International Journal of Political Economy*, (2013-2014), Under-standing Financialization: History, Theory, and Institutional Analysis, vol. 42, n° 4.

*Political power and social theory* (2005), Part III : Scholarly Controversy : A Debate on the Social Origins of Corporate Irresponsibility, vol. 17.

*Revue de la régulation* (2008), Dossier « Normes et Institutions de la Finance », n° 3/4.