

Le coût du capital et son surcoût. La financiarisation et ses effets sur les entreprises en France (1961-2011)

Laurent CORDONNIER, Thomas DALLERY, Vincent DUWICQUET, Jordan MELMIÈS et Franck VAN DE VELDE ¹

La financiarisation est le concept fréquemment utilisé pour caractériser les changements majeurs intervenus dans le fonctionnement macroéconomique des pays avancés (et, peut-être dans une moindre mesure, des pays en développement) depuis le début des années 1980. Pour résumer, ce concept fait référence au rôle croissant de la finance dans la transformation des institutions, des comportements et des objectifs des acteurs économiques (ménages, sociétés non financières, sociétés financières, État). Dans cet article, nous montrons que la financiarisation, en promouvant une nouvelle norme financière de rentabilité accrue, a élevé le coût du capital pour les sociétés non financières en France. Après avoir revisité la notion de coût du capital et proposé une mesure de ce qu'on pourra appeler le « surcoût » du capital, nous exposons les raisons qui permettent de comprendre pourquoi l'évolution de ce surcoût peut expliquer la diminution du rythme de l'accumulation du capital, et in fine, pourquoi cette élévation du coût du capital permet de mieux appréhender le ralentissement des performances macroéconomiques françaises depuis les trente dernières années.

Depuis le début des années 1980, les pays capitalistes anciennement développés et les économies émergentes ont connu de profondes transformations institutionnelles qui ont induit des modifications importantes des objectifs et des comportements des acteurs économiques et débouché finalement sur un changement de leur dynamique macroéconomique. La division internationale du travail s'est approfondie sous l'effet combiné du développement des échanges et, plus encore, de la mondialisation de la production sous l'impulsion des firmes transnationales. Une croissance spectaculaire de la sphère financière (marchés et institutions) a accompagné et soutenu cette globalisation des échanges et de la production des biens et services.

Dans le cas du système financier français, sur lequel est centrée notre étude, si certaines mesures avant-coureuses interviennent dès les années 1960 ², le chantier de la refonte complète de l'architecture du système financier ne démarre vraiment que dans les années 1980, avec l'arrivée des socialistes au pouvoir. Deux fronts sont ouverts successivement : revitalisation du marché financier d'abord, réaménagement des relations entre la finance et l'entreprise ensuite.

Sur le premier front, dans le même temps où le marché financier est dérégulé, décloisonné, complété et ouvert sur l'extérieur, l'activité des intermédiaires financiers, anciens et nouveaux, est réorientée vers les marchés. Le développement du marché financier n'intervient donc nullement au détriment

¹Laurent Cordonnier, Vincent Duwicquet et Franck Van de Velde sont maîtres de conférences à l'Université Lille 1 et conduisent leurs recherches au Clersé. Thomas Dallery est maître de conférences à l'Université du Littoral Côte d'Opale et il poursuit ses recherches au Clersé. Jordan Melmiès est maître de conférences à l'Université Nice Sophia Antipolis, et il mène ses recherches au Gredeg.

²Au premier rang desquelles la « marchésation » de la dette publique sous la conduite enthousiaste du Trésor (Lemoine, 2011).

des institutions financières, mais procède essentiellement de l'investissement du marché par les institutions, des deux côtés, à la fois comme prêteuses et emprunteuses.

Une fois le marché financier sorti de la douce torpeur dans laquelle l'avaient plongé la crise des années 1930 et la Seconde Guerre mondiale, vint le moment de la reprise en mains de l'entreprise par la finance à travers les privatisations, le démantèlement des blocs d'actionnaires, la généralisation de nouvelles formes de rémunération des dirigeants, la promotion de nouvelles règles de gouvernance.

Si la restructuration d'ensemble du système de financement intervenue dans les années 1980 n'a sans doute pas procédé de l'application d'un plan préconçu, elle a néanmoins été continûment guidée par une idée directrice : l'utopie d'un pilotage automatique de l'économie réelle par un système financier suffisamment sophistiqué, aussi proche que possible de l'idéal d'un « système complet de marchés à terme contingents ³ ».

La contre-révolution financière a été d'une telle ampleur et a emporté de telles conséquences qu'on a pu considérer après coup qu'elle avait provoqué rien moins que le passage d'une forme de capitalisme à une autre : dans la littérature, il a été avancé que nous serions désormais passés d'un capitalisme managérial ou fordiste durant les Trente Glorieuses (1945-1975) à un capitalisme actionnarial ou dominé par la finance depuis les années 1980 (Epstein, 2005 ; Stockhammer, 2004 ; Boyer, 2000 ; Aglietta, Rebérioux, 2004) ⁴. D'un capitalisme à l'autre, c'est la nature même de l'entreprise qui est en jeu ⁵, conception de l'entreprise d'où découlent la définition de ses objectifs et la détermination de sa stratégie. Il s'agit de savoir si l'entreprise doit être détenue en pleine propriété par les seuls actionnaires ⁶, ou si la personnalité juridique de la société n'est pas une fiction, mais l'expression d'une copropriété de fait de l'ensemble des « parties prenantes » embarquées dans l'aventure entrepreneuriale ⁷. En d'autres termes, il s'agit de savoir si les actionnaires sont seuls à

³La thèse de l'« *international risk sharing* » a été reprise par la Commission européenne et la Banque centrale européenne (BCE). Une plus forte intégration des marchés financiers européens aurait dû suffire à assurer le partage des risques macroéconomiques à l'intérieur de la zone euro. Le recours à un budget fédéral en tant que mécanisme d'ajustement face à des chocs asymétriques offrirait selon cette thèse des possibilités bien moindres que le processus d'intégration financière. C'est en s'appuyant sur cette croyance que les institutions européennes ont prôné une libéralisation des mouvements de capitaux censée procurer une plus grande stabilité économique et financière. La crise de la zone euro a mis en lumière les incohérences institutionnelles de l'union monétaire européenne et l'inefficacité des mécanismes de marché à résorber le chômage, les inégalités et la précarité. L'absence de mécanismes d'ajustement a condamné les pays du sud de la zone enlisés dans une récession dont les coûts sociaux s'avèrent extrêmement élevés.

⁴À la manière de ce que théorisait Minsky (1986) sur les cycles financiers, il semble possible de dresser une histoire cyclique des liens entre l'importance de la finance et le développement du capitalisme : 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.

Au début du XX^e siècle, Keynes dénonçait déjà les excès d'indépendance de la finance. La financiarisation que nous connaissons aujourd'hui apparaît à bien des égards comme une répétition de l'émancipation de la finance ayant débouché sur le krach de 1929 (niveau des inégalités, poids des revenus financiers dans le revenu des ménages, montée générale de l'endettement, utilisation des profits des entreprises dans le versement de dividendes plutôt que dans le réinvestissement productif...). Entre ces deux grandes phases de domination de la finance et les deux grandes crises qui leur sont associées (crise de 1929 et crise actuelle), le capitalisme avait prospéré dans le cadre du fordisme d'après-guerre où la finance avait été recloisonnée (on parle même de répression financière).

⁵Voir les travaux menés dans cette direction au sein du collège des Bernardins (Roger, 2012).

⁶Voir les théories, positives et normatives, de l'agence à la Jensen et Meckling (1976) et à la Fama et Jensen (1983). Voir aussi la posture de Friedman (1970), pour qui l'entreprise ne doit pas avoir d'autre responsabilité que celle de maximiser les profits versés aux actionnaires.

⁷Voir Robé (1999) pour une critique juridique de la prétention des actionnaires à être les propriétaires de l'entreprise.

assumer le risque inhérent aux activités de production pour le marché et, plus encore, d'investissement productif, ou si le risque entrepreneurial est porté par l'ensemble des catégories d'acteurs dont la coopération assure la vie même de l'entreprise.

La réorganisation du système financier et de ses rapports avec l'économie réelle dont nous venons d'indiquer les grandes lignes a été menée au nom d'une amélioration de l'allocation du capital et d'une réduction de son coût, qui devaient profiter à l'investissement productif et, *in fine*, à la croissance et à l'emploi. Il existe cependant diverses manières d'aborder la question du coût du capital. Dans la théorie financière standard, cette question est d'emblée envisagée du seul point de vue financier, c'est-à-dire du point de vue exclusif des apporteurs de capital financier (actionnaires et créanciers)⁸. Le changement de perspective que nous proposons d'adopter dans la première section consiste à tenir compte de la double nature du capital, c'est-à-dire à traiter ensemble les questions de l'accumulation du capital (réel) et de son financement, parce qu'elles sont indissociables. Nous situerons donc notre analyse non pas du point de vue des propriétaires des actions des entreprises pour qui le coût du capital représente le rendement du placement, mais du point de vue de l'entreprise, qui doit subir dans ses dépenses les exigences de rendement de ces derniers. Ce changement de perspective induit deux distinctions analytiques :

- Distinction d'abord entre les coûts du capital réel et du capital financier. L'emploi du mot capital est en effet, en économie, souvent équivoque, car il peut désigner deux notions différentes : le capital réel et le capital financier. Le capital réel désigne les biens d'équipement, c'est-à-dire l'ensemble des moyens de production durables à l'aide desquels les matières premières et les fournitures sont transformées en produits (par les travailleurs). Le capital financier désigne quant à lui les droits de propriétés (actions) et les créances (obligations et crédits), sources de revenus financiers : dividendes et intérêts. Le coût du capital réel est donc défini comme le coût de production des biens d'équipement, mesurable par la consommation de capital fixe (CCF) ou la formation brute de capital fixe (FBCF). Le coût du capital financier est lui défini comme le coût de la mise à la disposition des entreprises des moyens financiers (capitaux) de leur investissement productif ;

- Distinction interne au coût du capital financier ensuite, entre une part nécessaire (ou rente financière « justifiée ») et une part dispensable (rente financière indue ou surcoût du capital). La première correspond au risque effectivement supporté par les pourvoyeurs de capital financier d'une part, et au coût de l'intermédiation de l'autre (tableau 1). La seconde se déduit comme différence entre la somme des revenus financiers effectivement versés par les sociétés non financières aux créanciers et actionnaires et la rente financière justifiée. La rente financière versée aux apporteurs de capitaux liquides provient de trois sources : le crédit, les titres obligataires et les actions. Dans l'ensemble de ces revenus financiers, une partie correspond donc à chaque fois à un service économique rendu, et l'autre à une perception de revenu au-delà de ce service rendu. Cette seconde

⁸On peut noter que l'ambition néo-classique initiale d'explication de la rentabilité du capital financier par la productivité marginale du capital réel est alors définitivement abandonnée.

partie est permise par le rapport de force entre les institutions financières du capitalisme et l'économie réelle.

Tableau 1. Composantes de la rente financière nécessaire

Taux d'intérêt des crédits bancaires	
Coût des ressources liquides pour les banques	Rémunération des ressources (dépôts, livrets, obligations).
	Coût du refinancement auprès de la banque centrale.
Coûts d'intermédiation	Coût d'administration des dépôts monétaires, des comptes sur livret, des émissions obligataires ; et coût d'administration des crédits offerts à partir de ces différentes ressources.
Risque de défaut	Prise en charge du risque de défaut sur les crédits (lié au risque entrepreneurial, modulé par la priorité donnée aux prêteurs sur les actionnaires en cas de liquidation).
Marge de profit	Taux de marge appliqué aux coûts précédents. Le taux de marge est limité par la concurrence entre les établissements bancaires, et par la concurrence avec les formules de placement direct (financement des entreprises par emprunts obligataires ou par émissions d'actions).
Taux d'intérêts des obligations émises par les entreprises	
Risque de défaut	Compensation du risque de défaut sur les prêts obligataires (risque entrepreneurial, modulé par la priorité donnée aux prêteurs sur les actionnaires en cas de liquidation).
Coût d'incommodité des prêts	Pour que les prêteurs soient incités à abandonner des formes de placement liquides en faveur de la détention d'obligations, le taux d'intérêt doit au moins compenser à leurs yeux les commodités auxquelles ils renoncent en quittant les dépôts ou les livrets bancaires (lesquels sont transformables sans coût et sans délai en moyens de paiement).
Risque de perte en capital	Pour que les prêteurs soient incités à abandonner des formes de placement liquides en faveur de la détention d'obligations, le taux d'intérêt doit également compenser à leurs yeux le risque qu'ils prennent concernant la valeur de revente de leur placement, en raison des fluctuations du cours de bourse (les obligations sont des prêts cotés sur des marchés d'occasion).
Rendement des actions	
Rémunération des obligations les moins risquées	Pour que les prêteurs soient incités à détenir des actions d'entreprise, il faut que le dividende rapporté à la valeur de l'action soit au moins aussi élevé que le taux d'intérêt des obligations les moins risquées (les titres de dettes publiques, en temps « normal »).
Risque spécifique au marché des actions	Au-delà du rendement des titres les moins risqués, le dividende rapporté à la valeur de l'action doit compenser le risque de perte de valeur en cas

	de revente. Ce risque est lié à la fluctuation des cours boursiers. Or ces fluctuations sont plus importantes, en règle générale, pour les actions que pour les obligations. Par rapport à ce risque moyen du marché des actions, chaque firme présente un écart, lequel explique que le ratio dividende sur valeur de l'action (à l'équilibre du marché de chaque titre) ne soit pas le même pour toutes les entreprises.
--	--

Le surcoût du capital financier une fois circonscrit, l'évaluation du poids qu'il fait peser sur l'accumulation du capital réel peut être obtenue en le rapportant à la CCF ou à la FBCF tout entière. L'évolution du surcoût du capital depuis le début des années 1960 fait assez clairement apparaître deux périodes correspondant aux deux formes de capitalisme (managériale et actionnariale), séparées par une phase de transition correspondant à la révolution financière. C'est l'objet de la première section de cet article de donner à voir à la fois la construction de l'indicateur de surcoût du capital et son évolution historique (I).

Nous avons choisi de saisir le renforcement de l'emprise de la finance sur l'économie réelle à travers l'élévation du surcoût relatif du capital financier, tout en sachant qu'il ne s'agit là que de la trace laissée au niveau macroéconomique et *ex post* par le renforcement des exigences du capital financier, relèvement des exigences de la finance qui exerce ses effets d'abord au niveau microéconomique de chaque entreprise sous la forme d'un ralentissement de l'accumulation du capital réel. Le point d'application du durcissement de la contrainte financière se situe au niveau de l'investissement productif des firmes. L'augmentation du surcoût du capital ne constitue quant à elle qu'un effet macroéconomique final de la modification des stratégies d'investissement, de prix (ou de marge) et de distribution de profit des firmes (induite par l'élévation des exigences de rentabilité financière). Il est donc tout à fait envisageable – c'est même le plus probable – qu'il existe une différence entre les exigences de rentabilité qui pèsent sur les entreprises (lesquelles sont aujourd'hui élevées) et leur rentabilité effective. Si les firmes réagissent dans l'ensemble au durcissement de la norme financière en augmentant assez systématiquement leur taux de marge ou en réduisant l'investissement, la diminution de la demande globale qui s'ensuivra érodera collectivement leurs profits et empêchera que les exigences initiales soient finalement satisfaites dans leur totalité. Si la finance n'obtient pas le supplément de rentabilité qu'elle exige, c'est donc parce les firmes réagissent au durcissement de la norme financière d'une manière qui, par effet d'agrégation et de bouclage macroéconomique, empêche que ces exigences accrues soient finalement satisfaites *totalemment*. Tel est le sens de la distinction entre les niveaux micro et macroéconomiques autour de laquelle est organisée notre deuxième section consacrée aux effets de l'augmentation du surcoût du capital : au niveau statistique on ne dispose que de cette mesure *ex post*, ne nous permettant de mesurer que la trace laissée et non la norme exigée. C'est donc dans cette deuxième section que nous montrerons *pourquoi* l'élévation du surcoût du capital aurait dû déprimer fondamentalement la croissance (et donc la rentabilité), et

comment la mise en place de moteurs auxiliaires au niveau macroéconomique a finalement permis de soutenir la croissance (et donc satisfaire, en partie, les exigences de rentabilité).

I. La montée du surcoût du capital : « *downsize and distribute* »

Après avoir défini le coût, puis le surcoût du capital, nous retracerons son évolution sur longue période.

I.1. La notion de surcoût du capital

Dans la doctrine financière contemporaine, la notion de coût du capital est clairement définie. Le coût en question fait référence au capital financier et prétend saisir ce qu'il en coûte à l'entreprise de devoir s'approvisionner en fonds, auprès des actionnaires-associés ou des prêteurs, pour financer l'achat de ses biens d'équipement, terrains, immeubles... Et même ses prises de participation ou acquisitions d'actifs financiers (tout ce qui est inscrit à l'actif du bilan).

Du coût au surcoût du capital

Le calcul de ce coût financier ne présente pas plus de difficulté : il s'agit du *coût moyen pondéré des capitaux* (CMPC) apportés à l'entreprise, soit sous forme de prêts soit en fonds propres, dont il faut pondérer le coût, étant donné que le rendement « qu'il faut » servir aux prêteurs et celui « qu'il faut » servir aux actionnaires sont différents. Il se calcule comme suit :

$$CMPC = \frac{(r_e FP + rD)}{FP + D} \quad (1)$$

Où r_e est le rendement « qu'il faut » garantir aux apporteurs de fonds propres FP (évalués au cours boursier des actions), et r les intérêts « qu'il faut » payer sur la dette D .

Il n'y a rien à dire sur cette définition et son mode de calcul. C'est bien ce qu'il en coûte en moyenne à l'entreprise pour se procurer les fonds (enregistrés au passif) qui financent l'achat de ses propriétés (enregistrées à l'actif)... rapporté au montant total de ces fonds eux-mêmes.

Toute la question est de savoir si ces coûts (r_e et r) subis par l'entreprise ont bien le même sens que les autres « coûts » dont on parle d'ordinaire, par exemple lorsqu'on désigne ainsi l'effort « qu'il faut nécessairement » dépenser pour réaliser la production. Ont-ils ce même caractère inévitable que les coûts qui résultent de nos limitations en facteurs (en travail direct, d'une part, et en travail indirect incorporé dans les biens d'équipement, d'autre part) ? Cette question se pose parce qu'à première vue le coût moyen pondéré des capitaux n'est rien d'autre que *le gain* effectivement réalisé par les apporteurs de capitaux (prêteurs et actionnaires). On doit donc se demander si ce gain lui-même couvre bien en dernière instance des coûts supportés par les apporteurs de capitaux, et si c'est de là que procède la nécessité pour ces derniers de réclamer leur dû aux entreprises... Autrement, ce « gain sans coût » pour les financeurs représenterait à proprement parler un surcoût imposé à l'entreprise, sans justification économique, une pure rente, dont il conviendrait de se demander comment elle peut être obtenue, du fait qu'elle ne s'appuie pas sur la force de résistance opposée par un coût économique réellement subi.

Nous admettons que les apporteurs de capitaux subissent en pratique deux types de coût.

- Le premier est le risque de perdre tout ou partie de l'argent qu'ils ont placé ou laissé (l'autofinancement) dans l'entreprise. Ce risque est celui de la faillite du projet entrepreneurial, ou d'une partie de ce projet. Les actionnaires et les prêteurs ne subissent pas ce risque à égalité, en raison de la règle de préséance qui veut que les actionnaires soient les derniers payés en cas de liquidation. Mais pour simplifier, on peut admettre qu'une partie du coût moyen pondéré des capitaux provient de la nécessité pour l'entreprise de compenser ce risque aux financeurs en leur versant des intérêts et des dividendes.

- Le deuxième coût subi par les apporteurs de capitaux est le coût de fonctionnement du système financier, pour la partie de ce système qui s'occupe de drainer et d'orienter l'épargne du public vers les entreprises. Il s'agit des coûts de tenue des comptes, d'administration des moyens de paiement, de démarchage et de commercialisation, d'information et de délibération sur la solidité et la rentabilité attendue des projets à financer, etc.

Cependant, si les gains des financeurs vont au-delà de la rémunération de ces deux types de coût, qu'ils subissent réellement (le risque entrepreneurial et le coût d'administration de la finance), on doit admettre que ce *gain excédentaire* pour les uns représente une sorte de *surcoût* pour les autres (les entreprises). Il s'agit bien d'un surcoût, dans le sens où la rémunération du capital financier irait au-delà de la nécessité économique de couvrir les frais des prêteurs et des actionnaires. C'est ce surcoût que nous avons tenté de mesurer (II.1).

Le risque comme justification du surcoût ?

La question théorique est de savoir comment un tel surcoût peut être imposé aux entreprises, avec une force si évidemment agissante que l'entreprise n'ait qu'à s'y soumettre, et que la doctrine financière puisse la considérer comme un coût qui va de soi... et non comme un surcoût. Pour suggérer la réponse en quelques lignes, il convient d'aller au-delà de la distinction entre dettes et fonds propres, pour prendre en considération au moins deux grandes modalités possibles d'endettement : le crédit bancaire et les émissions d'obligations. Ce qui fait au total trois types de ressources financières.

i) S'agissant du coût du capital lié au financement bancaire (le taux d'intérêt sur les crédits), on pourrait admettre en première intention qu'il correspond aux coûts que cette « industrie » doit elle-même couvrir pour produire les services de transformation financière. Le taux d'intérêt des crédits résulterait ainsi du coût des ressources financières des banques (dépôts monétaires, livrets, titres obligataires, fonds propres, refinancement auprès de la banque centrale) et des coûts d'intermédiation et de couverture des risques de défaut. Vu ainsi, le taux d'intérêt bancaire s'imposerait bien par la force d'un coût... justifié par des coûts. Cette première intention doit cependant recevoir deux modulations... qui peuvent être de taille. En premier lieu, certains éléments formant le coût des ressources financières des banques (fonds propres et obligations en particulier) ne sont pas adossés eux-mêmes à des coûts. La charge d'intérêt qu'ils font peser sur le coût du crédit

relève donc d'une autre logique (voir *infra*). En second lieu, le taux de marge appliqué aux coûts précédents n'est limité que par la concurrence entre les établissements bancaires, et par la concurrence avec les formules de placement direct (financement des entreprises par emprunts obligataires ou par émissions d'actions). Ce ne sont pas des garanties absolues pour éliminer tout caractère de rente pure dans le coût du crédit bancaire.

ii) S'agissant du coût de la dette obligataire, la réponse est connue depuis Keynes (1936). Le niveau du taux d'intérêt est une grandeur qui dépend peu ou prou de la confrontation entre la préférence pour la liquidité des agents (individus, banques, fonds mutuels, etc.) disposés à prêter, et la masse des liquidités en circulation. C'est donc (peu ou prou) leur réticence à quitter le confort de la position liquide, à quoi s'ajoute, dans le cas du financement par obligation, leur aversion pour les fluctuations du cours des titres sur le marché secondaire qui donne aux prêteurs la force d'âme de résister à un taux d'intérêt trop bas.

iii) S'agissant des fonds propres, le coût réclamé à l'entreprise (r_e dans la formule précédente) par les actionnaires est le rendement exigible à l'équilibre du marché secondaire des actions de l'entreprise (Plihon, Kleinpeter, Passet *et al.*, 2002). Autrement dit, c'est le montant des dividendes (rapporté aux cours des actions) qu'il faut payer aux actionnaires pour que le cours des actions se maintienne au dessus de la valeur comptable des fonds propres – ce qui constitue la garantie qu'en plaçant un euro dans une augmentation de capital l'actionnaire puisse immédiatement revendre sa part au moins un euro sur le marché secondaire. Ce niveau d'exigence des actionnaires est en pratique le prix qu'il faut leur payer pour qu'ils surmontent leur aversion pour le risque de fluctuation des actions en bourse. Ce risque est supérieur à celui des obligations en raison de la variabilité des profits et de la règle de préséance favorable aux créanciers.

Pour résumer, ce que les prêteurs parviennent à se faire payer par l'entreprise, ce n'est pas seulement ce qui leur en coûte en termes de risque de faillite ou d'administration, c'est la prime dont ils ont besoin pour quitter le confort de la position liquide (détention de leur épargne en monnaie ou obligations les moins risquées) et pour surmonter la crainte, réelle ou imaginée, de devoir revendre un jour leurs titres en bas de la cote plutôt qu'en haut (même si, et c'est une lapalissade, en moyenne le haut et le bas se compensent). Leur rémunération est donc la compensation de leur propre aversion au risque du marché des titres, lequel risque est alimenté lui-même par les mouvements erratiques de l'offre et la demande qu'ils génèrent sur ce marché. Et ce n'est pas le moindre des paradoxes. Les marchés secondaires d'actions et d'obligations sont organisés pour assurer la liquidité de ces formules de placement à leurs détenteurs. Mais les fluctuations de cours qui s'y manifestent, liées aux engouements et aux déceptions qui traversent ses opérateurs, les rendent illiquides dans un deuxième sens : celui du risque de perte en capital. Les cours fluctuent au carrefour des frayeurs et des surréactions des opérateurs qui animent l'offre et la demande, chaque fois qu'une nouvelle information vient renouveler leur élan ou doucher leur enthousiasme. C'est donc le prix de l'agitation que leurs actions et réactions provoquent sur le marché, chaque fois qu'une nouvelle

information vient renouveler leur élan ou doucher leur enthousiasme, que les opérateurs parviennent à faire payer aux entreprises, à travers le dividende par action.

On peut considérer que lorsque ce coût dépasse le coût des faillites et le coût d'administration de la finance, il s'agit véritablement d'un surcoût, puisqu'il résulte d'une *mauvaise organisation de la finance*. Cette « discipline des marchés », comme on l'appelle parfois, a été considérablement renforcée depuis une trentaine d'années, à la faveur de la montée en puissance des investisseurs institutionnels (Plihon, 2009), lesquels ont joué à la fois de cette discipline et de l'activisme actionnarial, avec l'appui des agences de notations.

I.2. L'évolution du surcoût

Nos indicateurs de coût (ou de surcoût) du capital reposent sur une même logique : à chaque fois, il s'agira de rapporter le coût (ou surcoût) financier du capital au coût réel du capital productif. Il peut alors exister plusieurs mesures selon les variables retenues pour représenter le coût financier (total des revenus financiers nets versés pour le coût ; revenus financiers nets versés moins coût justifié pour le surcoût) d'une part, et le coût réel d'autre part (formation brute de capital fixe – FBCF ou consommation de capital fixe – CCF). Comme première mesure du poids du capital financier, nous proposons de rapporter, pour les sociétés non financières (SNF), la « rente financière » (intérêts et dividendes nets versés) à la FBCF, soit :

$$\text{Coût du capital} = \frac{\text{intérêts réels nets versés} + \text{dividendes nets versés}}{\text{Formation brute de capital fixe}} \quad (2)$$

Le choix retenu ici de la FBCF plutôt que de la CCF tient avant tout à trois raisons : d'abord, les données sur la consommation de capital fixe ne sont disponibles qu'à partir de la fin des années 1970. De plus, le mode de calcul de cette CCF est très délicat et imparfait. Enfin et surtout, dans une perspective dynamique, la dépense annuelle que l'entreprise doit verser pour se procurer du capital productif doit intégrer la croissance de ce capital productif pour tenir compte de la contrainte concurrentielle qui pousse l'entreprise à renouveler et étendre son stock de capital de manière à rester compétitive par rapport à ses concurrentes. Le coût du capital est ainsi également le coût de la croissance de ce stock de capital, ce qui légitime de le baser sur la formation brute de capital fixe. Nous obtenons donc un ratio « flux/flux » (et non un ratio « flux/stock »). Les dépenses en revenus financiers par les entreprises correspondent en effet à des flux, qui correspondent à un coût d'approvisionnement en capital financier. Nous choisissons donc de rapporter ces flux au coût d'acquisition du capital réel, donc à un autre flux.

Afin de tenir compte de l'allègement des dettes provoqué par l'inflation, nous devons retenir les intérêts *réels* nets. L'inflation permet en effet aux emprunteurs de rembourser plus facilement les dettes qui ont été émises par le passé (les revenus de l'emprunteur ayant sûrement subi en moyenne la même évolution que les prix), alors que le montant de la dette a été figé et n'a pas suivi l'augmentation de ces prix. Ainsi, si le taux d'intérêt nominal est égal au taux d'inflation (le taux d'intérêt réel est alors nul), le montant des intérêts nets payés i.DN est totalement compensé par

l'allègement de la dette assuré par l'inflation. Pour calculer ces intérêts réels nets, nous calculons, à partir des données de la comptabilité nationale sur la période 1961-2012, le montant de la dette nette des entreprises (*DN*) en rapportant le flux des intérêts nominaux nets ⁹ versés (*intérêts nets*) au taux d'intérêt nominal à long terme ^{10,11} (*i*) :

$$DN = \frac{\text{intérêts nets}}{i} \quad (3)$$

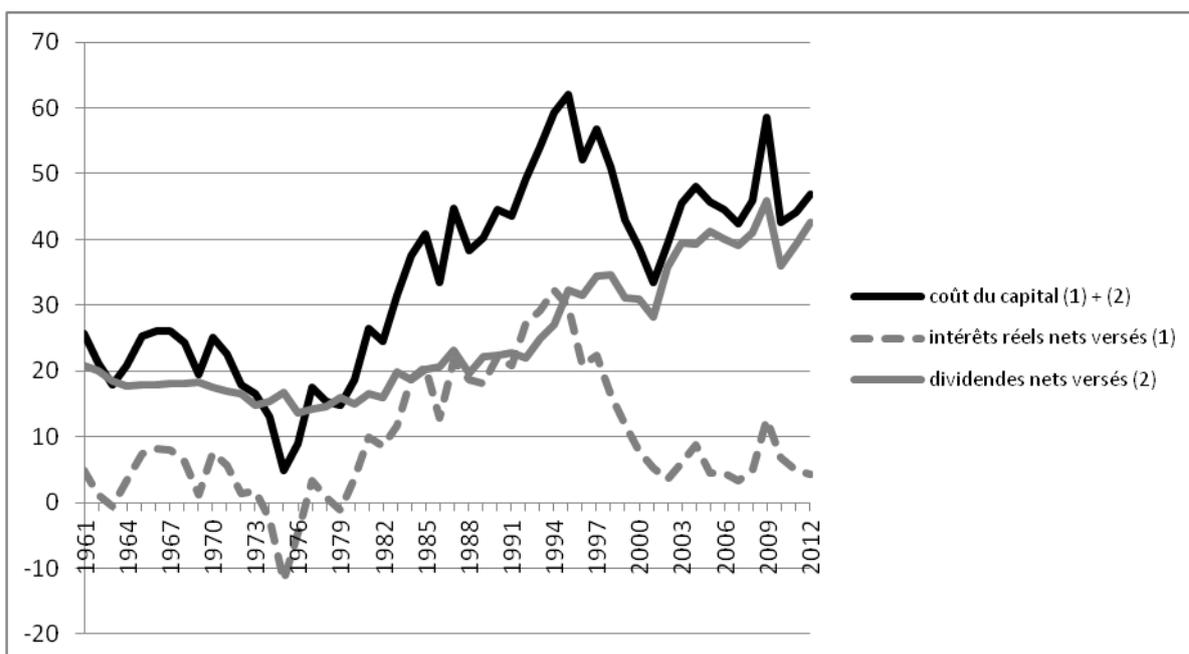
De manière à obtenir une estimation des intérêts réels nets versés par les sociétés non financières, nous appliquons, sur le montant de la dette nette ainsi calculé, le taux d'intérêt réel à long terme *r* (le taux d'intérêt réel étant la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation), soit :

$$\text{intérêts réels nets} = r \cdot DN \quad (4)$$

Aux versements nets réels d'intérêts, nous ajoutons enfin les dividendes nets versés par les SNF. L'évolution de notre indicateur du coût du capital est présentée dans le graphique 1, sur lequel on peut distinguer assez nettement trois périodes.

Graphique 1. Coût du capital rapporté à la formation brute de capital fixe (1961-2012)

En %



Source : Insee, Ameco, calculs par nos soins.

Lecture : En 1985, le coût du capital atteint 40 milliards d'euros.

⁹Nous prenons bien ici les intérêts nets, c'est-à-dire les intérêts versés moins les intérêts perçus (contrairement au rapport initial qui ne prenait en compte que les intérêts versés, et qui surestimait de ce fait par rapport à cet article le surcoût du capital).

¹⁰Cette méthode, qui ne constitue qu'une estimation, est imposée par l'absence de données sur la dette dans les comptes nationaux avant 1978. Les comptes de patrimoine n'existent que depuis 1978, et à l'intérieur de ces comptes, la partie financière n'est renseignée que depuis 1996. Il nous a donc fallu inférer la dette nette (dette nette au sens de dette totale consolidée des créances des sociétés non financières) en divisant le montant des intérêts payés par un taux d'intérêt nominal.

¹¹Nous retenons comme taux à long terme le taux sur les bons du Trésor à 10 ans.

La période 1960-1979 est caractérisée par une inflation élevée permettant d'alléger le poids des intérêts dans le coût du capital. Durant cette période, le coût du capital est principalement constitué des dividendes nets versés.

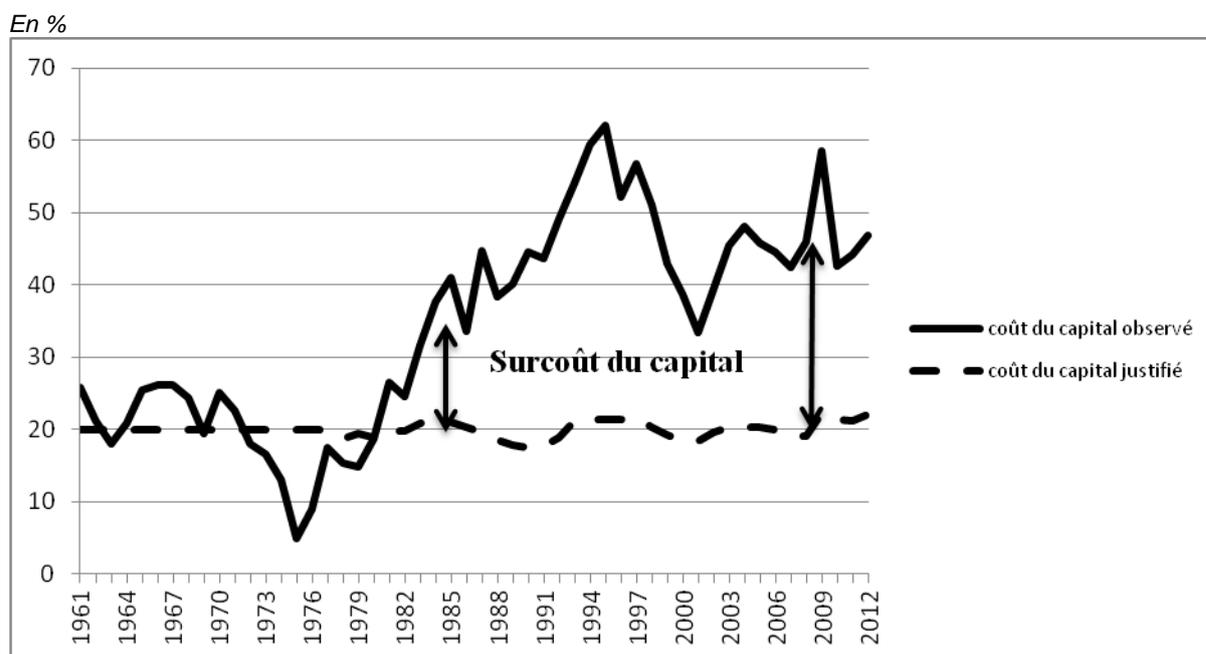
La période 1980-1995 marque un tournant lié à la montée de la financiarisation. Le coût du capital financier, qui représentait en moyenne 20 % de la FBCF sur la période 1961-1981, s'est mis à grimper très rapidement, pour atteindre un niveau historique de 62 % en 1995. Sous l'effet des politiques monétaires restrictives, la montée des taux d'intérêt réels a durci la contrainte financière et armé la volonté des entreprises de redresser significativement leurs marges. La réorientation des politiques stratégiques des firmes (accumulation faible, marges élevées, revenus financiers distribués importants) s'est donc opérée, contrainte et forcée, pour faire une place au paiement de la rente et pour viser ensuite le désendettement.

La baisse des taux d'intérêt durant la dernière période (1996-2012) a eu pour conséquence de diminuer le niveau du coût du capital à la fin des années 1990. Cependant, dans les années 2000, l'augmentation des dividendes nets versés par les SNF a de nouveau élevé le coût du capital, qui représentait 47 % de la FBCF en 2012. La montée en puissance du pouvoir actionnarial a davantage servi des politiques d'accumulation financière et de marge en faveur de la rente qu'à l'investissement. De la deuxième à la troisième période, l'exigence de marges élevées et/ou d'une rentabilité forte est ainsi passée de l'aiguillon du taux d'intérêt à la fêrule de la « création de valeur pour l'actionnaire ».

À ce stade de l'analyse, nous n'avons pas encore opéré de distinction entre le coût du capital financier et son surcoût. Afin de prendre en compte la part du coût du capital financier justifiable aux motifs du risque entrepreneurial et du coût de l'intermédiation financière, nous nous en remettons au taux d'intérêt moyen des crédits accordés aux entreprises, toutes échéances et tous termes confondus, par les établissements bancaires et les autres institutions financières. On suppose en effet que les taux d'intérêt proposés par les institutions financières sur leurs prêts ou leurs avances aux entreprises couvrent au moins les deux coûts en question : ils incorporent au moins la prime d'assurance du risque de défaut de paiement qu'encourent les banques, ainsi que les coûts d'administration des dépôts et des crédits. Nous prenons le taux d'intérêt moyen de la période 2003-2012 (hors 2007 et 2008). Nous aboutissons à une valeur de 2,1 %, et nous retenons pour simplifier 2 %¹². Cette valeur peut paraître basse, mais cette impression tient au fait que le risque entrepreneurial demeure, malgré l'idée qu'on puisse s'en faire, assez bas. Le coût du capital justifié ainsi évalué représente environ de 20 % de la FBCF (graphique 2).

¹²Pour se faire une idée plus précise du risque entrepreneurial, sans doute faudrait-il partir du « poids économique des défaillances d'entreprise ». Ce dernier, dans les statistiques de la Banque de France, est « mesuré par la part des encours de crédit associés à des entreprises défaillantes dans le total des encours de crédit collectés par la Banque de France ». Il « demeure stable à 0,5 % sur un an à fin juin 2012 ». Ce qui peut surprendre, par son niveau très faible, et ce, d'autant plus que nous sommes en période de quasi-récession (Banque de France, 2012).

Graphique 2. Surcoût du capital rapporté à la formation brute de capital fixe (1961-2012)



Source : Insee, Ameco, calculs par nos soins.

Lecture : En 1985, le surcoût du capital est d'environ 20 milliards d'euros.

La mesure du surcoût du capital est donnée par la différence entre le coût du capital observé et le coût du capital « justifié »¹³. D'après le graphique 2, le surcoût du capital s'élèverait à environ 3 %, - 5 %, 17 %, 31 % et 24 % respectivement dans les années 1960, 1970, 1980, 1990 et 2000. De même que pour l'évolution du coût du capital, nous observons une forte montée du surcoût à partir des années 1980.

On peut considérer que la mesure que nous avons retenue sous-évalue le surcoût du capital, pour deux raisons principalement. D'abord du fait que nous avons retenu un taux d'intérêt réel relativement élevé (2 % contre proche de 1 % aujourd'hui) d'une part, et que nous l'avons appliqué à l'ensemble des actifs fixes produits (actifs - qu'ils soient corporels comme les machines, ou incorporels comme les logiciels - utilisés dans un processus de production et dont la durée de vie est supérieure à 1 an), d'autre part. Ensuite, parce que la perte liée à la faillite ne porte en moyenne que sur une partie de l'ensemble du stock des actifs produits, et que l'immobilier ne perd pas toute valeur suite à la faillite de l'entreprise. Ce type de risque ne devrait prendre en compte que la perte de valeur des actifs après liquidation. Pour pallier la difficulté de construction d'une mesure précise du risque de faillite, nous proposons quatre mesures du coût du capital justifiable, en retenant deux valeurs du taux d'intérêt d'une part, et en prenant ou non en compte les logements dans le stock des actifs produits. Le tableau 2 présente, pour chacune des trois périodes distinguées précédemment,

¹³Compte tenu de l'absence de données sur le stock d'actifs produits avant 1978 ainsi que de la stabilité temporelle du coût du capital justifié, nous retenons comme coût du capital justifié pour la période 1961-1977 la moyenne du coût du capital justifié de la période 1978-2012.

quatre mesures du surcoût du capital selon la valeur du taux d'intérêt réel et la définition du stock d'actifs fixes retenue. La première est celle-là même dont le graphique 2 présente l'évolution. La deuxième (surcoût du capital (2)) exclut les logements des actifs fixes produits. Ce changement modifie sensiblement les résultats. Le surcoût du capital s'élève respectivement dans les années 1960-1970, 1980, 1990 et 2000 à 13 %, 30 %, 45 % et 39 %, soit près de 15 points de FBCF en plus par rapport à la première mesure. Les mesures (3) et (4) reprennent la même distinction concernant les actifs fixes produits à retenir (avec ou sans logements), mais cette fois pour un taux d'intérêt réel de 1 %. Selon la mesure la plus haute, le surcoût du capital aurait représenté 42 % de la FBCF dans les années 2000.

Tableau 2. Surcoût du capital rapporté à la formation brute de capital fixe

En %

			1961-1980	1981-1990	1991-2000	2001-2012
Taux d'intérêt réel de 2 %	Actifs fixes produits	Surcoût du capital (1)	-1	17	31	24
Taux d'intérêt réel de 2 %	Actifs fixes produits hors logements	Surcoût du capital (2)	13	30	45	39
Taux d'intérêt réel de 1 %	Actifs fixes produits	Surcoût du capital (3)	9	26	41	35
Taux d'intérêt réel de 1 %	Actifs fixes produits hors logements	Surcoût du capital (4)	16	33	48	42
		Surcoût du capital moyen	9	27	41	35

Source : Insee, Ameco, calculs par nos soins.

En conclusion, le surcoût moyen du capital se situe à des niveaux élevés depuis 1980. Ce surcoût a été multiplié par trois dans les années 1980 (avec un niveau moyen de 27 %) par rapport aux années 1960 et 1970 où il ne représentait en moyenne que 9 %. L'augmentation du surcoût du capital a continué dans les années 1990 avec un niveau moyen de 41 % de la FBCF. Dans la période récente, bien qu'en diminution par rapport à la période précédente, le surcoût du capital reste à des niveaux élevés (35 % de la FBCF), pesant ainsi sur le rythme d'accumulation des entreprises et donc sur l'emploi et la croissance.

II. Les implications de l'élévation du surcoût

Au-delà de l'apport que représente la nouvelle mesure du coût du capital que nous proposons en lieu et place de la mesure proposée par la théorie financière standard, et au-delà de ce que nous donne à

voir l'évolution historique de ce surcoût, il est surtout intéressant de se pencher sur les effets sur l'économie réelle de l'élévation du surcoût du capital.

II.1. Conséquences microéconomiques

Au niveau microéconomique, l'élévation de la norme financière se traduit par une sélection plus rigoureuse des projets d'investissement (Boyer, 2000). La maxime « *downsize and distribute* » (Lazonick, O'Sullivan, 2000) joue alors à plein : pour distribuer plus de profit, la firme doit en réinvestir moins, et pour réduire son autofinancement, il faut et il suffit qu'elle ralentisse son accumulation. Les actionnaires récupéreront alors en dividendes les profits libérés par la réduction des besoins d'autofinancement associée au ralentissement de l'accumulation du capital. Les grandes entreprises se réorganisent sur les « cœurs de métier » les plus rentables, en délaissant éventuellement le métier originel du conglomérat (Batsch, 2002). Alors que durant les « Trente Glorieuses » la technocratie à la tête des entreprises pratiquait des politiques d'entreprise privilégiant la croissance des empires industriels (Galbraith, 1967), la réactivation du pouvoir actionnarial promue par les réformes institutionnelles favorisant la finance ont progressivement réorienté les politiques managériales vers des stratégies donnant la priorité à la rentabilité financière, au détriment de l'investissement productif.

La théorie post-keynésienne de la firme, développée notamment par Adrian Wood (1975), permet de retrouver analytiquement les quelques « faits stylisés » précédents. Cette théorie représente les principales décisions qu'ont à prendre les entreprises selon deux variables qui se co-déterminent : le taux d'accumulation du capital et le taux de marge. Dans ses choix, l'entreprise rencontre deux contraintes différentes dont le jeu délimite l'espace des possibles.

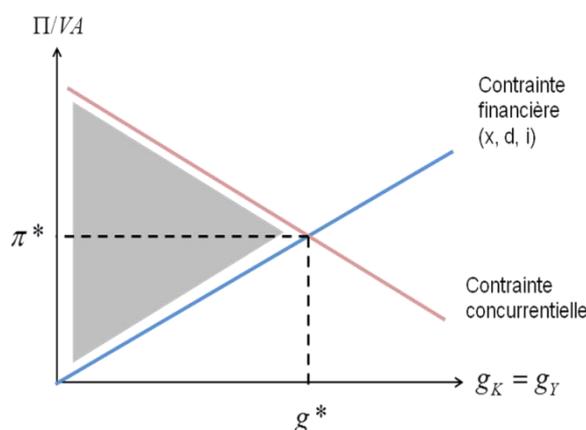
- D'une part, l'entreprise fait face à une contrainte financière. Il s'agit simplement ici de tenir compte de la nécessité pour la firme de financer son accumulation, sur ressources propres (autofinancement) ou d'emprunt (crédit bancaire et émission de titres). Or, une relation croissante peut être établie entre le taux de marge de l'entreprise et sa capacité à se financer. Plus le taux de marge est élevé, plus l'entreprise dispose de ressources pour autofinancer son investissement et/ou plus les apporteurs de capitaux externes (prêteurs et actionnaires) jugeront l'entreprise digne de confiance, et lui apporteront ainsi des fonds. Pour l'entreprise, il faudra ensuite rémunérer ces apporteurs de capitaux, en intérêts et en dividendes, et le taux de marge devra donc couvrir ces dépenses. La contrainte financière désigne donc la marge minimum que l'entreprise doit dégager pour autofinancer ses investissements et rémunérer ses apporteurs de capitaux.

- D'autre part, l'entreprise est confrontée à une contrainte d'expansion. Là aussi, il est possible de mettre en évidence une relation simple entre taux de marge et taux d'accumulation. Cette fois, la relation est décroissante : plus une entreprise souhaite croître rapidement, plus elle va devoir affronter une concurrence importante. Une croissance plus rapide impose des prix (et des marges) plus faibles. Cette relation peut donc s'interpréter comme une contrainte concurrentielle, puisqu'elle

associe à chaque taux d'accumulation (et de croissance des ventes) envisageable la marge de profit maximum qu'il est possible de réaliser.

Les deux contraintes (concurrentielle et financière) déterminent conjointement les politiques de prix (ou de marge) et d'investissement finalement retenues par la firme. L'entreprise investira autant que nécessité par la contrainte de la concurrence (selon laquelle plus de croissance se paie de moins de marge de profit ¹⁴) et la contrainte du financement (selon laquelle plus de croissance impose une marge accrue).

Schéma 1. Le diagramme de Wood



Note : En ordonnées figure le taux de marge (Π/VA), c'est-à-dire le rapport entre le montant des profits et la valeur ajoutée de l'entreprise. En abscisses, on trouve le taux d'accumulation (g_k), c'est-à-dire le rapport entre l'investissement et le stock de capital productif. On précise que ce taux d'accumulation est ici égal au taux de croissance des ventes (g_Y). Les paramètres x , d et i de la contrainte financière représentent respectivement la part de l'investissement financé de manière externe (emprunt, actions émises), le taux d'endettement (*i.e.*, le stock de dette rapporté au stock de capital productif) et le taux d'intérêt sur la dette.

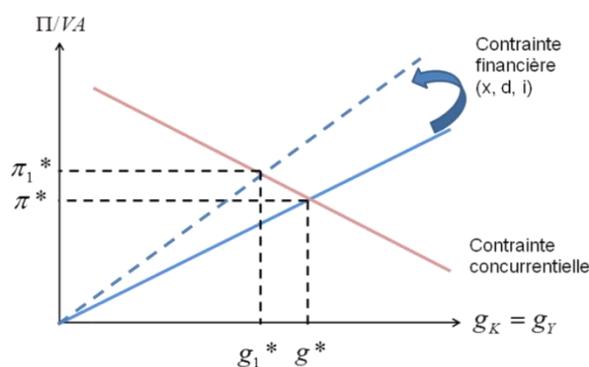
Lecture : seuls les couples taux d'accumulation / taux de marge situés dans la surface grisée sont accessibles. Au-dessus de la contrainte concurrentielle se trouvent des couples non-compétitifs : pour un taux d'accumulation donné, il n'est pas possible de dégager une marge de profit supérieure à la contrainte concurrentielle. En-dessous de la contrainte financière se situent les couples non-financés : pour un taux d'accumulation donné, il faut au moins obtenir la marge de profit déterminée par la contrainte financière pour pouvoir financer la dépense d'investissement (compte tenu de l'accès aux financements externes, du taux d'endettement et du taux d'intérêt).

Les exigences actionnariales de rentabilité accrue impliquent de ne sélectionner que les seuls projets d'investissement rapportant au moins la rentabilité exigée, élevée, par les investisseurs (cette rentabilité pouvant atteindre des valeurs à deux chiffres). Toutes choses égales par ailleurs, cela signifie que les entreprises vont moins investir, en ne retenant que les projets les plus rentables. Dans un premier temps, ce ralentissement de l'accumulation est censé libérer des ressources financières pour l'entreprise : en investissant moins, les entreprises disposent de *cash flow* sans emploi. Seulement, c'est précisément le sens de l'injonction « *downsize and distribute* » que de

¹⁴Cette relation est stricte lorsque l'on écarte les investissements de rentabilité/d'innovation. Mais l'innovation et les investissements de rentabilité ont pour effet de desserrer la contrainte concurrentielle afin de pouvoir gagner des positions caractérisées par plus de croissance et plus de profit.

contraindre les entreprises à restituer aux actionnaires sous forme de dividendes ce *cash flow* libéré par la baisse de l'investissement. À l'intérieur du cadre théorique de Wood (schéma 1), l'élévation du surcoût du capital se traduit par un resserrement de la contrainte financière (schéma 2) : pour un même taux d'accumulation, il faut désormais dégager une marge plus importante, puisque la rémunération des apporteurs de capitaux a augmenté (intérêts et/ou dividendes).

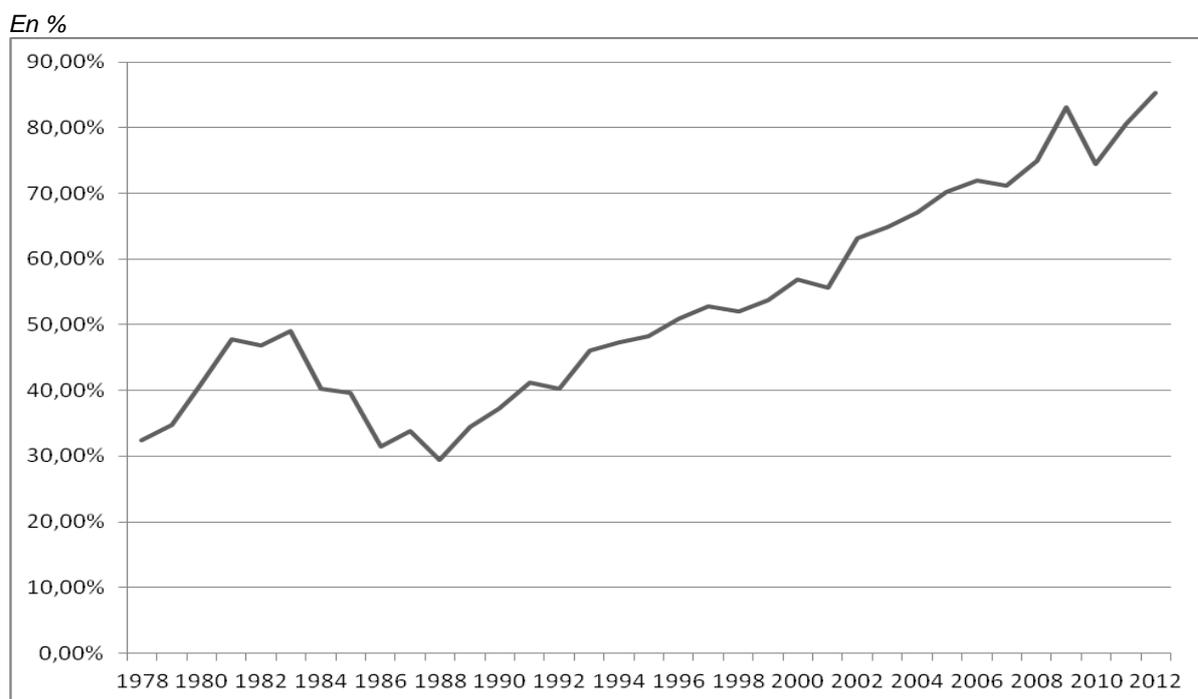
Schéma 2. Le renforcement de la contrainte financière



Le gonflement des intérêts d'abord, le renforcement des exigences actionnariales ensuite ont durci la contrainte financière, réduit le rythme d'accumulation et occasionné un redressement du taux de marge au niveau de l'entreprise.

La financiarisation a profondément modifié les décisions au sein de l'entreprise. On peut ainsi observer une augmentation continue de la distribution de dividendes depuis le milieu des années 1980 et une spectaculaire transformation des préférences des firmes entre investissement et dividendes : le rapport des dividendes nets distribués à l'investissement est ainsi passé de 0,5 en 1979 à plus de 2 ces dernières années. Fondamentalement, cette réorientation stratégique témoigne d'une vision court-termiste au bénéfice exclusif des propriétaires : l'entreprise ne prépare plus l'avenir en investissant, mais elle rémunère les actionnaires aujourd'hui, au détriment de l'emploi et de la rémunération des salariés.

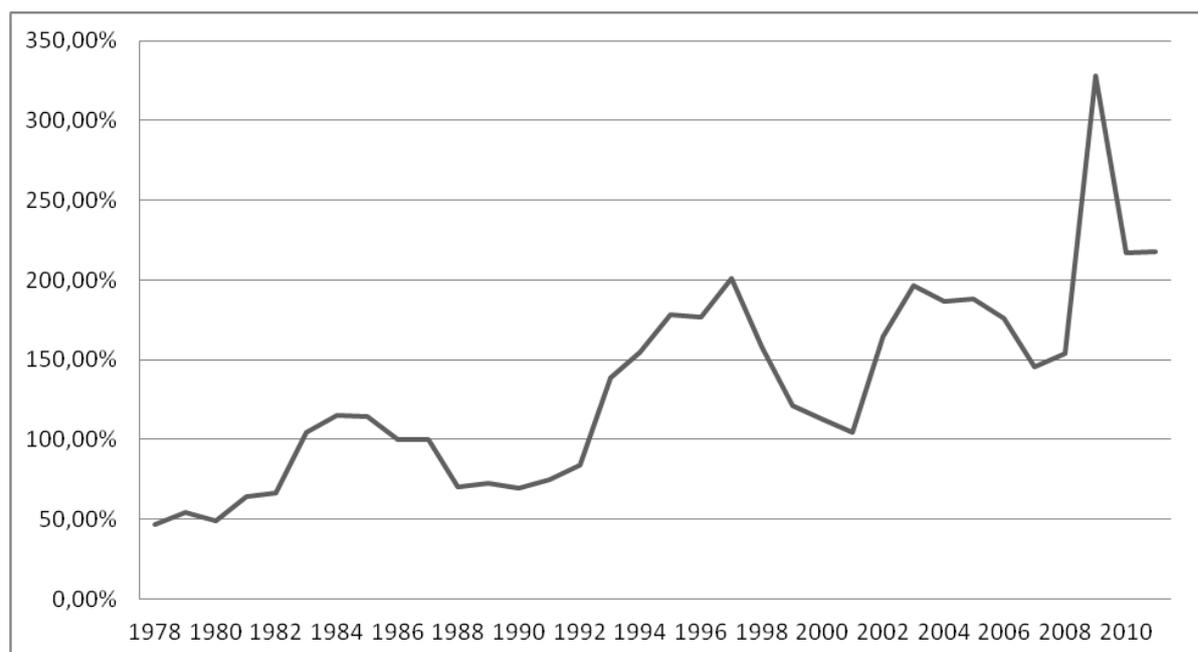
Graphique 3. Dividendes versés en % des profits nets d'exploitation (ENE) et des dividendes reçus (1978-2012)



Source : Insee, calculs par nos soins.

Lecture : En 2009, les dividendes versés représentaient 80 % des profits net plus dividendes reçus.

Graphique 4. Dividendes nets distribués rapportés à l'investissement net (FNCF) (1979-2012)



Source : Insee, calculs par nos soins.

Lecture : En 1997, les dividendes nets distribués représentaient deux fois la formation nette de capital fixe.

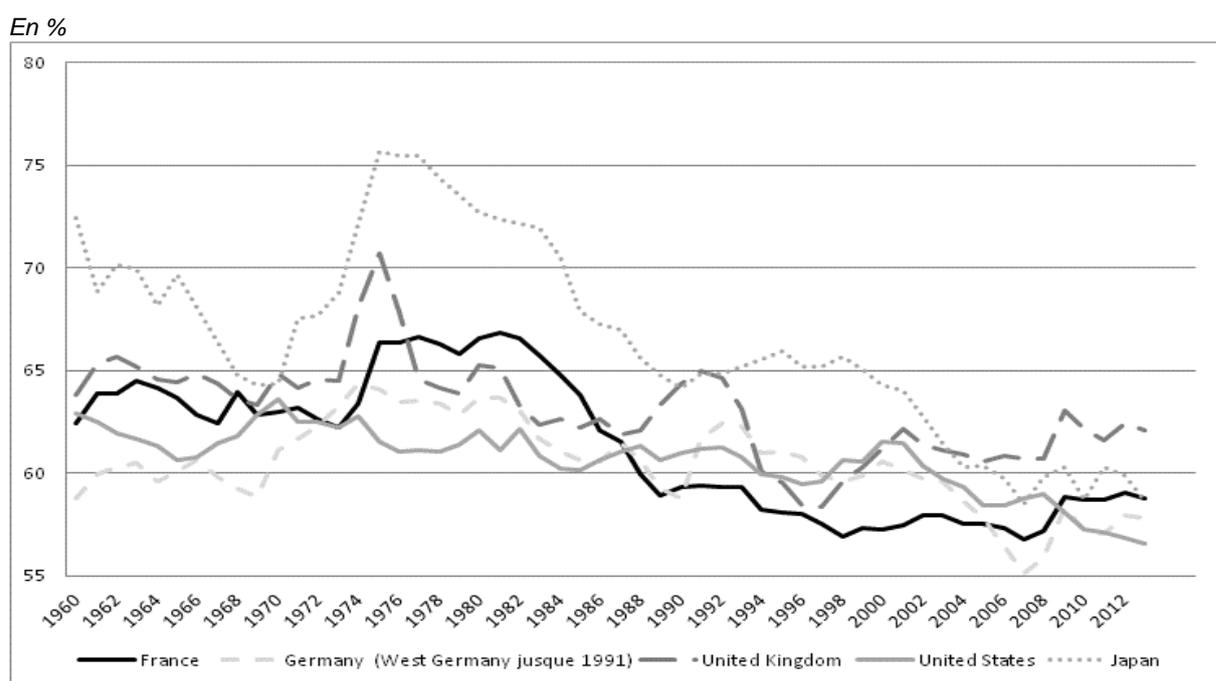
II.2. Conséquences macroéconomiques

Au niveau macroéconomique, l'élévation du surcoût du capital installe un régime d'accumulation fondamentalement dépressionnaire. L'élévation du surcoût se traduit certes par une modification dans le partage de la richesse (au détriment des salaires, et à l'avantage des revenus financiers), mais elle induit d'abord et surtout un ralentissement de l'accumulation du capital (avec ses conséquences en termes d'emploi et de croissance).

Modification du partage de la valeur ajoutée

Une première manière d'appréhender les effets de l'élévation du surcoût du capital au niveau macroéconomique consiste à adopter une approche en termes de répartition de la richesse créée. Sous cet angle, la financiarisation s'est accompagnée d'un durcissement de la lutte des classes au détriment des salariés ¹⁵. La baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée s'observe, de manière quasiment homogène, dans l'ensemble des pays avancés.

Graphique 5. Part (ajustée) des salaires dans la valeur ajoutée (1960-2012)



Source : Ameco, calculs par nos soins.

Lecture : En 1988, la part des salaires (ajustée) en France représentait 60 % de la valeur ajoutée.

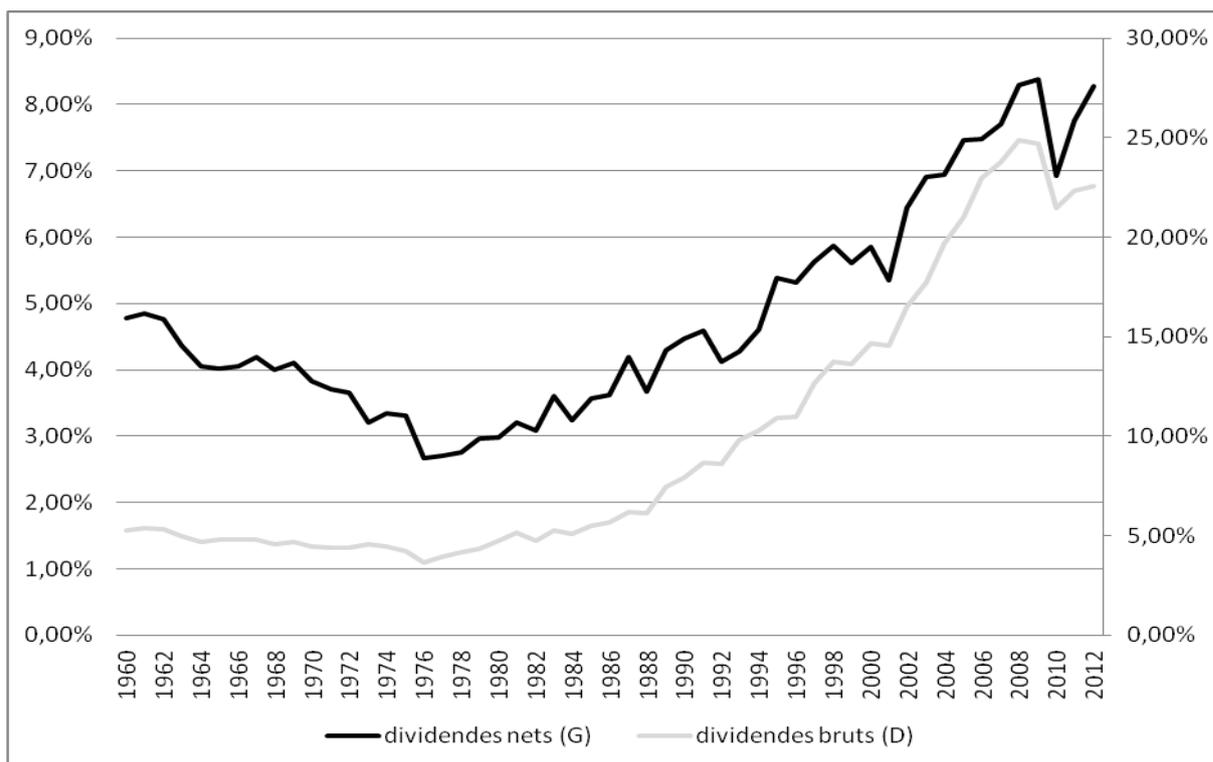
En ne considérant que l'évolution de la part des dividendes dans la valeur ajoutée, on serait tenté de n'y voir qu'un simple jeu de vases communicants : la part des salaires a baissé de 5 points entre le

¹⁵Il existe théoriquement plusieurs manières d'appréhender la modification dans le partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits. Notre position s'inspire de Wood (1975) et fait dépendre le taux de marge des décisions d'accumulation des entreprises. Mais il existe aussi une tradition marxiste qui fait dépendre le taux de marge des rapports de force prévalant sur le marché du travail, notamment au travers de ce qu'il est coutume d'appeler un effet « armée industrielle de réserve » par lequel la montée du chômage pèse sur l'évolution de la part des salaires.

début des années 1970 et aujourd'hui, parce que les actionnaires ont opéré une « ponction » sur le revenu des salariés, la part des dividendes nets dans la valeur ajoutée des sociétés non financières ayant augmenté approximativement dans la même mesure.

Graphique 6. Dividendes en % de la valeur ajoutée des sociétés non-financières en France (1960-2012)

En %



Source : Insee, comptes nationaux, calculs par nos soins..

Lecture : En France, en 2009, les dividendes nets versés représentaient 8 % de la valeur ajoutée des sociétés non financières et les dividendes bruts 23 %).

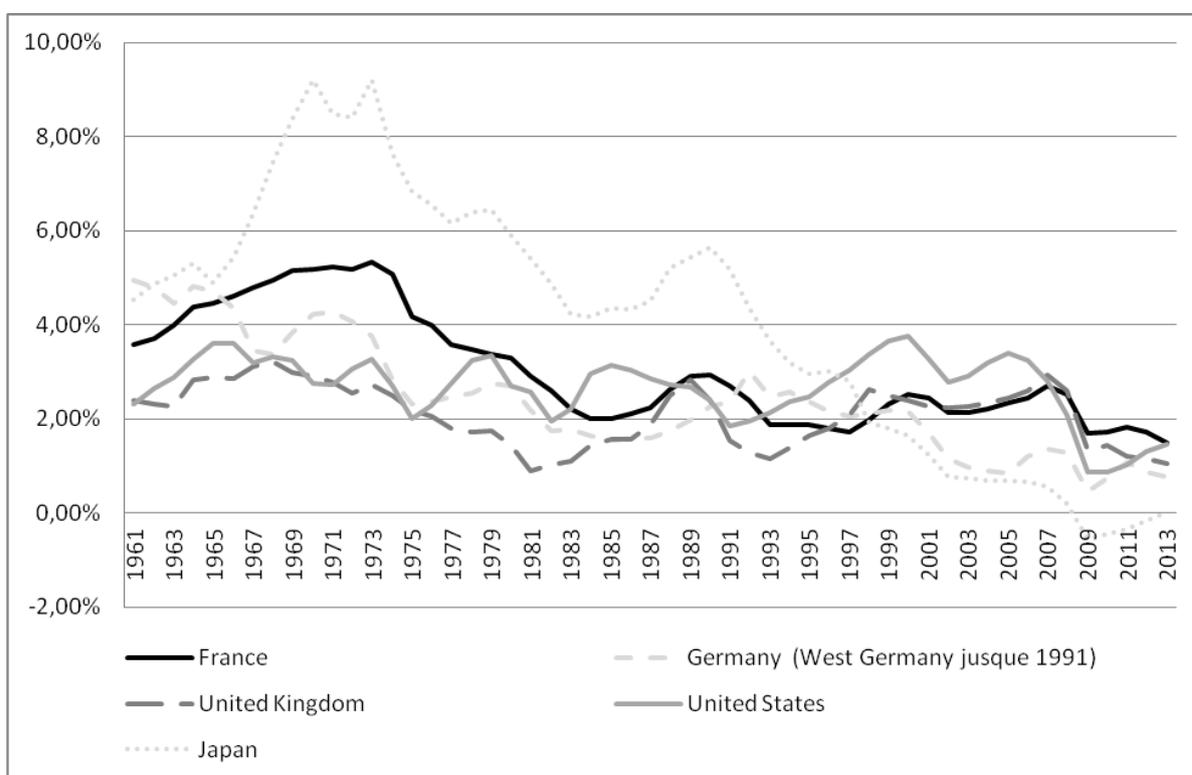
Ralentissement de l'accumulation du capital

Mais l'effet le plus important au niveau macroéconomique n'est pas forcément celui de la modification de la répartition des richesses. Ce qui est le plus pénalisant pour nos économies, c'est la modification de la dynamique de l'accumulation du capital. Ici aussi, au-delà des fluctuations cycliques ¹⁶, on observe une tendance commune à l'ensemble des pays avancés.

¹⁶La mesure retenue ici pour le taux d'accumulation désigne le taux de variation du stock de capital obtenu à partir des données Ameco sur les stocks de capital. Cette mesure est bien évidemment imparfaite puisqu'elle concerne l'ensemble de l'économie (et non les seules SNF) et qu'elle embarque aussi les dynamiques d'accumulation immobilière, des ménages notamment. Autre problème avec le *niveau* (moins problématique concernant l'*évolution*) du taux d'accumulation obtenu avec cette méthode : les données Ameco partent en début de période d'une hypothèse commune à tous les pays sur le coefficient technique de capital (stock de capital évalué à trois fois le PIB).

Graphique 7. Taux d'accumulation (1961-2013)

En %



Source : Ameco, calculs par nos soins..

Lecture : En 1993, le taux d'accumulation du Japon était de 4 %.

La plus grande part des pertes occasionnées par l'augmentation de la rente financière est passée par le ralentissement de l'accumulation du capital qu'elle a induit. Étant de la nature d'un manque à gagner (ou d'un coût d'opportunité), ces pertes sont difficiles à évaluer. Combien de projets d'investissement, et donc combien de points de croissance, combien de milliers d'emplois a-t-on perdu du fait de l'élévation de la rentabilité exigée par les actionnaires ? Certes, le coût du capital modifie la répartition des richesses au détriment des salariés, mais le poids le plus important qu'il fait peser sur nos économies tient à l'ensemble des richesses qui ne sont pas créées du fait d'une norme de rendement excessive imposée aux entreprises.

Une activation des moteurs auxiliaires de la croissance

L'élévation du surcoût du capital financier a privé le capitalisme de ses deux moteurs principaux : la consommation des salaires des ménages et l'investissement productif des entreprises. L'activation d'une série de moteurs auxiliaires a cependant permis de ralentir la chute.

- La consommation a été en partie soutenue par la distribution des profits aux ménages : les dividendes reçus sont en partie consommés. Ces versements de revenus financiers ont dopé les marchés financiers, et cela a aussi contribué à créer un effet « richesse » : les ménages, se sentant plus riches grâce à l'appréciation des titres et des biens immobiliers, ont pu augmenter leurs dépenses de

consommation en diminuant leur épargne (baisse du taux d'épargne et/ou endettement supplémentaire basé sur les collatéraux, notamment immobiliers).

- Le développement de l'endettement des ménages a également contribué au soutien de la demande globale pendant un temps. Dans la compétition sociale, pour conserver une place relative quand les revenus salariaux sont contraints, le recours à la consommation à crédit peut constituer une solution, elle aussi provisoire. Avec le développement des inégalités, les ménages à hauts revenus ont fait émerger de nouveaux modes de consommation, que les catégories inférieures ne pouvaient suivre, fût-ce de loin, qu'en prenant sur leur épargne, et en tombant même dans une épargne négative (endettement).

- Les dépenses publiques ont également joué le rôle de relais de la demande privée dans certains pays. La montée de l'endettement public peut contribuer à soutenir la dynamique économique quand le secteur privé ne dépense pas assez pour garantir un niveau suffisant de l'emploi. L'État joue alors le rôle de « demandeur en dernier ressort », au prix d'un gonflement de la dette publique.

- La demande extérieure peut aussi soutenir la production intérieure. Les stratégies néo-mercantilistes d'excédent commercial sont à ranger dans ces dispositifs permettant de contourner la contrainte d'une faiblesse structurelle de la demande intérieure (consommation et investissement), en tirant profit des importations des pays où la demande interne est relativement plus dynamique.

Ces quatre recettes différentes ont été appliquées avec plus ou moins d'ardeur dans différents pays. Les pays anglo-saxons et le Japon ont essayé de tirer profit de la consommation des profits et des effets richesse. La plupart des pays avancés se sont aussi fortement appuyés sur le canal de l'endettement des ménages. La dette publique a également contribué à maintenir à flots le régime, notamment lors de la dernière crise. Enfin, la stratégie néo-mercantiliste d'excédent commercial a été menée très loin par l'Allemagne, avec notamment une pression à la baisse sur les salaires favorisant les exportations (effet compétitivité-prix), tout en diminuant les importations (effet demande).

La France a connu un parcours particulier, puisqu'elle n'a pas pleinement opté pour une recette plutôt qu'une autre : certes, l'endettement des ménages et de l'État a augmenté, certes les ménages ont reçu des dividendes et des effets richesse ont pu jouer, mais ces éléments ont été moins prégnants que dans les pays anglo-saxons notamment (sans parler du creusement du déficit commercial français).

En résumé, la France s'est privée des moteurs principaux de la croissance économique (consommation des salaires et investissement productif des entreprises), sans réellement bénéficier du soutien temporaire des moteurs auxiliaires. La relative médiocrité des performances macroéconomiques françaises peut ainsi s'expliquer par l'affaiblissement de tous les soutiens de la demande globale, aussi bien les soutiens normaux (consommation des salaires et investissement) que les soutiens auxiliaires par temps de crise (consommation des profits et effets richesse ; endettement des ménages ; endettement public ; excédent commercial). Il ne faut cependant pas nécessairement

déplorer que la France n'ait pas épousé clairement un modèle de croissance reposant sur ces soutiens alternatifs, dans la mesure où ces « béquilles de la croissance » n'ont qu'un temps (limites aux endettements public et privé et aux *booms* financier et immobilier) ou ne sont pas généralisables (impossibilité logique d'un excédent commercial généralisé).

Conclusion

Les promoteurs de la révolution financière avaient promis plus de croissance, et donc plus d'emplois et de compétitivité, grâce à une meilleure allocation du capital. On a eu moins de croissance, et plus de chômage, avec augmentation du coût du capital financier. D'où vient ce dysfonctionnement ? C'est que la confusion a été entretenue entre capital réel et capital financier. Le capital financier n'est pas un facteur de production au même titre que le travail et le capital réel. Par ailleurs, du fait que l'investissement des entreprises génère nécessairement, au niveau macroéconomique, l'épargne nécessaire à son financement, sous forme de profits conservés par les firmes et d'épargne des ménages, on peut dire que le capital financier ne manque jamais, globalement. Le capital financier n'est donc pas un facteur de production rare. Cela n'empêche que le système financier (ensemble d'institutions et de marchés) fournit un service bien réel à l'économie productive : le service d'approvisionnement des entreprises en capital financier nécessaire à leur investissement productif. La fourniture de ce service a un coût. Le coût dont les revenus financiers constituent la juste compensation correspond à la part du risque entrepreneurial effectivement supportée par les prêteurs et les actionnaires d'une part, et aux frais de la collecte de l'épargne et de l'évaluation des projets d'entreprise assurés par les intermédiaires financiers d'autre part. Au-delà de ce coût nécessaire, les revenus financiers prélevés par les propriétaires et les créanciers sur la valeur créée par les entreprises correspondent à une pure rente, à un véritable « *costless income* ».

L'augmentation de la rente financière a deux effets macroéconomiques dommageables : un effet-répartition et un effet-accumulation. L'augmentation de la part des revenus financiers (auxquels on peut assimiler l'essentiel des méga-rémunérations du haut *management*) se traduit certes par une accentuation de l'inégalité de la répartition du revenu national entre les ménages *a priori* défavorable à la consommation¹⁷. Le principal effet dommageable de l'augmentation du poids de la rente financière est cependant constitué par le ralentissement de l'accumulation du capital réel occasionné par l'augmentation du coût financier du capital. Ce second « dégât collatéral » est lui-même double. Non seulement les entreprises investissent moins, et la modernisation de l'appareil productif s'en trouve ainsi ralentie (effet production de l'investissement), au détriment de la compétitivité de l'économie nationale et de la croissance du pouvoir d'achat. Dans une économie capitaliste, la perte (ou le manque à gagner) de production correspondant au ralentissement de l'accumulation ne se limite cependant pas aux biens d'équipement (qui aurait pu être produits et ne l'ont pas été). La perte

¹⁷Cette modification de la répartition peut ne pas être dommageable pour la consommation, à la condition que les ménages aisés diffusent leurs nouveaux modes de consommation aux ménages moins aisés dont les dépenses peuvent être soutenues grâce à l'endettement (à défaut de salaires). Voir Frank, Levine, Dijk (2010) et les cascades de dépenses.

de production de biens destinés à l'investissement des entreprises est elle-même à l'origine d'une perte de production supplémentaire du côté des biens de consommation destinés aux ménages (effet multiplicateur). La perte en matière de production et d'emplois ne se limite donc pas au secteur producteur de biens d'équipement.

Tant que le plein emploi de la main-d'œuvre n'est pas atteint, tout accroissement de l'investissement productif est justifié du point de l'intérêt de l'ensemble des catégories d'agents économiques. Justifié même si à un investissement supérieur correspond nécessairement une efficacité plus faible, pour la simple raison que les projets d'investissement estimés les plus rentables sont mis en œuvre en premier. Imposer aux entreprises une rentabilité minimale indépendamment de la situation de l'emploi, quelle que soit la manière dont cette norme est établie, c'est faire prévaloir les intérêts de la propriété sur ceux de l'activité. Ceci alors que la propriété financière des moyens de production n'a d'autre justification, aux yeux mêmes de ses plus ardents défenseurs, qu'en tant que moyen de promouvoir l'initiative et l'émulation économique au service ultime de l'efficacité, efficacité dont la vitesse de la croissance et le niveau de l'emploi nous donnent seuls la mesure.

Notre réflexion autour de la notion de surcoût du capital s'inscrit ainsi dans une tradition qui court à travers toute l'histoire de l'analyse économique, depuis les Physiocrates jusqu'aux Post-keynésiens, en passant par Ricardo, Marx et Keynes. Le thème commun à l'ensemble de ces auteurs, par ailleurs fort différents, est celui des dangers d'une emprise excessive de la propriété (foncière et financière) sur l'activité, activité d'entreprise d'abord, et travail salarié par contrecoup. Des Physiocrates à Keynes, avec la montée en puissance du capital financier relativement au capital foncier, l'accent s'est progressivement déplacé de la rente foncière vers la rente financière. Notre étude, qui traite exclusivement de cette dernière, gagnerait à être complétée par une analyse des effets sur l'économie productive de la montée de la rente foncière dans le cadre du capitalisme financiarisé contemporain. Mais à chaque étude suffit sa rente...

Références bibliographiques

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

Banque de France, (2012), Les défaillances d'entreprise, France, *Stat Info*, juillet 2012. Batsch L. (2002), *Le capitalisme financier*, Paris, La Découverte.

Boyer R. (2000), « Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis », *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, p. 111-145.

Epstein G.A. (2005), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, Edward Elgar.

Fama E.F., Jensen M.C. (1983), « Agency Problems and Residual Claim », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, June, p. 327-350.

Frank R.H., Levine A.S., Dijk O. (2010), « Expenditure Cascades », *Social Science Research Network*, <http://ssrn.com/abstract=1690612>.

Friedman M. (1970), « The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits », *The New York Times Magazine*, September 13th, p. 122-126.

Galbraith J.K. (1967), *The New Industrial State*, Boston, Houghton Mufflin.

Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.

Keynes, J.M. (1936), *General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan, London (trad. fr. [1969], éditions Payot, Paris).

Lazonick W., O'Sullivan M. (2000), « Maximising Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance », *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, p. 13-35.

Lemoine B. (2011), *Les valeurs de la dette. L'État à l'épreuve de la dette publique*, thèse de doctorat en sociologie, École nationale supérieure de mines de Paris.

Minsky H.P. (1986, [2008]), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill Professional, New York.

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

Plihon D., Kleinpeter M.-A., Passet O., du Tertre R. (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Rapport du Commissariat Général du Plan, Paris, La Documentation française.

Robé J.-P. (1999), *L'entreprise et le droit*, Paris, PUF.

Roger B. (dir.) (2012), *L'entreprise, formes de la propriété et responsabilités sociales*, Paris, Lethielleux.

Stockhammer E. (2004), « Financialisation and the Slowdown of Accumulation », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, n° 5, p. 719-741.

Wood A. (1975), *A Theory of Profits*, Cambridge, Cambridge University Press.