

Le coût du capital : entre pertes et détournement de richesses

Mieux saisir le capital pour en mesurer le coût pour la société

Florian Botte (*Université Lille 1, Clersé*)

Laurent Cordonnier (*Université Lille 1, Clersé*)

Thomas Dallery (*Université du Littoral Côte d'Opale, Clersé*)

Vincent Duwicquet (*Université Lille 1, Clersé*)

Jordan Melmiès (*Université Lille 1, Clersé*)

Franck Van De Velde (*Université Lille 1, Clersé*)

Le coût du capital : entre pertes et détournement de richesses

Mieux saisir le capital pour en mesurer le coût pour la société

Florian BOTTE (Université Lille 1, Clersé)
Laurent CORDONNIER (Université Lille 1, Clersé)
Thomas DALLERY (Université du Littoral Côte d'Opale, Clersé)
Vincent DUWICQUET (Université Lille 1, Clersé)
Jordan MELMIÈS (Université Lille 1, Clersé)
Franck VAN DE VELDE (Université Lille 1, Clersé)

Rapport de recherche réalisé dans le cadre de la convention d'étude
conclue entre
la Confédération générale du travail (CGT) et l'Université Lille 1

Juin 2017

Cette recherche a été réalisée dans le cadre de la convention d'études conclue pour l'année 2013 (projet n° 3) entre l'Institut de recherches économiques et sociales (Ires) « au service des organisations représentatives de travailleurs » et la Confédération générale du travail (CGT).

Les auteurs remercient chaleureusement Pierre-Yves Chanu, Louis Chevalier, Michel Doneddu, Michel Husson, Michaël Lainé, Jessie Lerousseau, Nasser Mansouri-Guilani, Denis Meynent, Fabrice Pruvost, Cédric Rogé et Michaël Zemmour pour les discussions en profondeur auxquelles ils ont pris part aux différentes étapes de la réalisation de ce travail. Les auteurs restent bien entendu les seuls responsables des imperfections et limites de ce travail.

Sommaire

Introduction générale.....	5
Chapitre 1. Le coût du capital étendu : les facteurs qui brident l'investissement.....	9
1. Quelques rappels sur l'indicateur de coût du capital.....	9
1.1. Le coût du capital : quand le financier pèse sur le productif.....	10
1.2. Une nouvelle base qui pose question... ..	12
1.3. Le coût du capital hors de nos frontières.....	19
1.4. Vers la création d'un tableau de financement des entreprises non financières ? ...	25
1.5. Mettre les revenus de la finance en rapport avec les financements accordés	30
2. Quelques enrichissements à l'indicateur de coût du capital	34
2.1. Le traitement des SIFIM	35
2.2. L'importance des rachats d'actions.....	37
2.3. De l'accumulation productive à l'accumulation financière : perversion du rôle des entreprises non financières versus mondialisation ?.....	40
3. Des entreprises assistées : la dépendance aux exonérations de charge dans la décision d'investissement.....	47
4. Le coût du capital n'est pas seul en cause dans le déclin de l'accumulation productive	50
4.1. La crise économique et financière de 2007-2012 a fait ressurgir les explications par la demande.....	51
4.2. Les causes d'un excès d'épargne	52
4.3. Les causes de la faiblesse de l'investissement	55
4.4. La malédiction des eldorados contemporains	58
Conclusion	62
Chapitre 2. Mesurer les pertes de richesse.....	65
1. Réorienter l'utilisation des profits : des scénarios rétrodictifs	66
1.1. Introduction.....	66
1.2. Scénarios d'endettement des sociétés non financières	67
1.3. Différents calculs de surcoût du capital	74
1.4. Réorienter les dividendes vers l'investissement productif	76
2. Les gains à attendre d'une définanciarisation : une modélisation SFC.....	82
2.1. Présentation du modèle	84
2.2. Présentation du scénario de référence et des différentes versions du modèle	88
Conclusion	102

Chapitre 3. La prise en compte de la rente foncière.....	105
1. Les inégalités alimentées par la rente foncière	106
1.1. Le cadre théorique du retour du capital	106
1.2. Une démonstration problématique	109
2. Les effets potentiels du prix du logement.....	112
2.1. Une distinction à opérer entre l'augmentation des prix de l'immobilier et l'élévation de la rente	112
2.2. Un effet de substitution au sein des stratégies d'accumulation	115
2.3. Un effet de ristourne actionnariale.....	116
2.4. Un effet coût potentiellement anti-dynamique et rejaillissant sur la compétitivité	118
2.5. Un effet redistributif certainement injuste et potentiellement récessif	120
2.6. Un effet de dégrisement inévitable à moyen terme.....	120
3. Une prise en compte du prix du logement dans un modèle post-keynésien : micro et macro.....	121
3.1. La frontière financière	121
3.2. La frontière d'expansion.....	125
3.3. La décision de la firme : la confrontation des contraintes.....	127
3.4. Les effets macroéconomiques d'une augmentation des loyers dans un modèle kaleckien.....	138
4. Perspectives internationales sur l'évolution des prix immobiliers	146
4.1. Le cas français.....	146
4.2. Quelques éléments de comparaison.....	153
Conclusion	162
Conclusion générale	167
Annexe n° 1	177
Annexe n° 2	189
Table des figures.....	197
Bibliographie	203

Introduction générale

Depuis la publication de notre premier rapport sur la question du coût du capital, en janvier 2013 (Cordonnier *et al.*, 2013), le contexte macroéconomique n'a eu de cesse de confirmer nos analyses. Le coût du capital s'est certes trouvé allégé depuis cette date, grâce à la baisse historique des taux d'intérêt, mais les charges financières que les exigences actionnariales font peser sur les entreprises continuent de corseter une accumulation du capital que les politiques d'offre ne parviennent pas à ranimer. Ces dernières, focalisées sur la compétitivité et les coûts salariaux, se trompent de « coûts ». Les politiques économiques menées en France depuis quatre ans montrent aujourd'hui de manière éclatante les limites des mesures de baisse de « charges », sociales ou fiscales : ni le Pacte de responsabilité, ni le crédit d'impôt compétitivité-emploi (CICE), ni la défiscalisation des amortissements n'ont permis de relancer les dépenses d'investissement.

L'erreur de diagnostic a conduit à adopter des remèdes ayant aggravé le mal. Les effets conjoncturels d'une demande insuffisante, générée par la combinaison des politiques d'austérité budgétaires et de déflation salariale en Europe, se sont ajoutés aux effets structurels du coût du capital, sous-tendus par une norme de rentabilité toujours aussi élevée qui continue de disqualifier nombre de projets d'entreprise économiquement justifiables, socialement intéressants et écologiquement soutenables. Du fait d'une consommation peu dynamique (entretenu par la déflation salariale), d'impulsions budgétaires négatives et d'une demande extérieure tirée vers le bas par la conjonction des politiques de compétitivité en Europe, la demande globale ne repart pas, et la faiblesse de l'investissement menace d'installer nos économies dans une stagnation que d'aucuns annoncent séculaire (Summers, 2014). Éviter cette situation impose de réorienter profondément les politiques économiques, pour sortir des millions d'hommes et de femmes du piège du chômage. Cela implique en particulier de s'attaquer réellement à la finance, c'est-à-dire de modifier son architecture et son rapport à l'entreprise, en sorte qu'elle ne constitue plus un frein au développement économique, social et écologique.

Ce nouveau rapport de recherche se situe à nouveau dans cette perspective. Dans le prolongement de notre premier travail, et en complément des arguments déjà apportés, notre effort de conviction portera ici dans trois directions principales :

- Notre premier éclairage vise à élargir le spectre des causes qui peuvent être mobilisées pour expliquer la faiblesse de l'investissement.

Nous commençons par actualiser nos évaluations du coût du capital, pour incorporer les nouvelles données disponibles – la fameuse base 2010 de l'Insee – en proposant parallèlement de nouveaux indicateurs visant à mettre en balance les financements accordés par la finance et les revenus reçus par elle.

Nous complétons les résultats obtenus grâce à l'utilisation de données d'entreprise. Ce sera l'occasion de fournir quelques ordres de grandeur frappants qui suggèrent

que le coût du capital touche plus spécifiquement les grandes entreprises cotées. Ce diagnostic resterait masqué si on se limitait à l'utilisation de données macroéconomiques issues de la Comptabilité nationale.

Nous élargissons également la focale en appliquant nos analyses aux entreprises américaines, allemandes et britanniques.

Dans notre première étude sur la question, nous avons laissé de côté certains points qui nous semblaient moins importants de prime abord. Nous cherchons aujourd'hui à mieux les mesurer, pour saisir l'ampleur des phénomènes en question et juger du tort qu'il y aurait à les laisser de côté. Nous avons pour ce faire construit des indicateurs de coût du capital augmentés de la prise en compte des « services d'intermédiation financière indirectement mesurés » (SIFIM), des rachats d'actions, ou de l'accumulation financière.

Comme nous tenterons d'en convaincre, pour finir, les dividendes ne sont pas les seuls freins à la décision d'investissement. La dépendance aux exonérations successives ou l'épuisement de l'imaginaire marchand paralysent sans doute aussi l'appétit des investisseurs potentiels ;

- Notre deuxième éclairage procédera d'une manière un peu spéciale, en vue de traiter des effets de la financiarisation du capital et tenter d'en « prendre la mesure », sous l'angle des conséquences, cette fois. Nous déployons quelques efforts d'imagination, au travers d'une démarche que nous espérons scientifiquement contrôlée, pour tenter de recréer, par la fiction, un monde qui n'aurait pas connu le retour de l'actionnaire. Pour ce faire, deux stratégies différentes sont utilisées. La première consiste, aussi simplement que possible, à réaffecter les dividendes et les intérêts excessifs versés par les entreprises à d'autres usages que l'alimentation de la rente financière. En réallouant ces revenus financiers au désendettement et/ou à l'investissement des entreprises, on donne naissance à une réalité parallèle dans laquelle nos problèmes économiques seraient beaucoup moins prégnants. La seconde stratégie s'appuie sur une modélisation macroéconomique post-keynésienne, stock-flux cohérente, calibrée sur l'économie française. Dans le cadre d'une économie ouverte, avec flux de capitaux, nous simulons les effets d'un changement de régime dans la distribution des dividendes, pour en mesurer les conséquences sur la dynamique de l'emploi et de la croissance. Ces deux démarches, chacune à leur manière, cherchent à tracer les contours d'un autre monde possible, un monde dans lequel la finance n'aurait pas, n'aurait plus, tous les droits. Il s'agit à la fois de nourrir la réflexion sur ce qui aurait pu se passer si nous n'avions pas laissé tous les leviers du pouvoir dans les mains d'une finance assoiffée de liquidités, mais aussi de donner à voir ce que pourrait être un futur où un « ennemi de la finance » présiderait au destin de la France ;

- Nous proposons enfin une clarification du concept de capital. Grâce au succès de son ouvrage paru en août 2013, Thomas Piketty est parvenu à donner une nouvelle popularité au terme de capital. Tel qu'il l'entend, il ne s'agit pas de réhabiliter le concept mis au point par Marx pour charpenter sa critique de l'exploitation capitaliste, en mettant à jour les rouages d'un mode de production qui prive les salariés de la propriété de leurs moyens de production ; il ne s'agit pas non plus pour lui de dénoncer l'ère de la finance prédatrice, celle qui a promu la rente contre l'activité, en institutionnalisant son pouvoir de commander aux entreprises : le sujet du *Capital au XXI^{ème} siècle* est le retour des inégalités à des niveaux comparables à ceux que nous avons connus à la fin du XIX^{ème}. Derrière le capital de Piketty, il faut comprendre l'ensemble du patrimoine économique, financier et immobilier accumulé par les agents économiques, y compris les ménages. De nombreux auteurs ont noté que le retour des inégalités, richement documenté par Piketty, était très fortement lié à l'envolée des prix de l'immobilier.

Notre dernier éclairage portera donc sur le rôle de la rente dans nos économies contemporaines, et plus précisément sur les enjeux microéconomiques et macroéconomiques de l'élévation du prix du foncier pour les entreprises et les ménages. Nous avons mis en évidence les effets déplorables de la rente financière dans notre premier rapport. Ne devons-nous pas logiquement nous interroger sur les conséquences potentiellement critiques de l'élévation de la rente foncière ?

Après avoir critiqué les insuffisances des explications théoriques de Piketty, nous proposons un passage en revue des effets potentiels du prix des bâtiments et des terrains pour les entreprises, et nous présentons une modélisation de ces effets au sein d'un modèle post-keynésien, en sorte d'en saisir la résultante macroéconomique. Nous fournissons, en appui de cette modélisation, des statistiques qui alimentent la conviction que la rente foncière est plus développée aujourd'hui en France que chez nos voisins. Ce dernier temps de la recherche se conclut par l'énumération d'une suite de mesures politiques destinées à résorber les effets les plus néfastes de l'augmentation des prix immobiliers.

Si ces trois orientations données à notre recherche se comprennent comme des extensions de notre premier rapport, nous pensons qu'elles présentent une cohérence globale, permettant à l'ensemble des personnes qui s'intéressent à la question du coût du capital de mieux en appréhender les enjeux. Nous avons cependant conscience du fait que les résultats de la présente étude ne présentent pas le même caractère de nouveauté que ceux de la première. Les innovations sont plus incrémentales que de rupture. Mais si l'édifice sort consolidé de ces ajouts, c'est qu'il avait de bonnes fondations.

Chapitre 1. Le coût du capital étendu : les facteurs qui brident l'investissement

En janvier 2013, lorsque nous avons rendu notre premier rapport sur la question du coût du capital, nous avons cherché à établir une nouvelle manière de penser les freins à l'investissement que constituent les charges financières pour les entreprises. Plutôt que de suivre la vision du coût du capital de la théorie financière standard, laquelle adopte le point de vue du placeur à la recherche de rendement, nous avons résolument pris le parti de l'entreprise en cherchant à mettre en évidence l'ensemble des dépenses qu'elle doit engager afin de pouvoir renouveler son capital productif, et pérenniser ainsi son activité. Là où la théorie financière standard prenait le coût du capital comme la rémunération exigible du capital financier, nous prenions le coût du capital comme... un coût entravant les projets d'accumulation de capital productif par l'entreprise. Il s'agissait bien de montrer l'opposition potentielle qui peut exister, au niveau de l'entreprise, entre le capital financier et le capital productif. Bref, une lutte entre la propriété et l'activité.

Dans notre étude, nous avons laissé de côté de nombreux points qui nécessitaient de plus amples recherches. Ce premier chapitre est consacré à l'analyse de ces autres facteurs laissés de côté dans notre premier rapport, ainsi qu'à une réactualisation de certaines données, du fait du passage à la méthodologie en base 2010 de la Comptabilité nationale. Dans un premier temps, nous évoquerons donc ce changement de base, et les implications qu'il apporte pour nos calculs de coût du capital. Dans un deuxième temps, nous proposerons des amendements à notre indicateur de coût du capital pour intégrer différentes dimensions laissées de côté : le rôle des SIFIM (services d'intermédiation financière indirectement mesurés), les rachats d'actions, les acquisitions d'actifs financiers. Nous proposerons enfin une analyse des autres freins à l'investissement, que cela passe par les effets pervers des exonérations de taxe et autres subventions accordées aux sociétés non financières, ou par l'épuisement de l'imaginaire des capitalistes et l'incapacité à transformer les désirs en marchandise, toutes choses qui nous poussent vers une stagnation que d'aucuns annoncent séculaire...

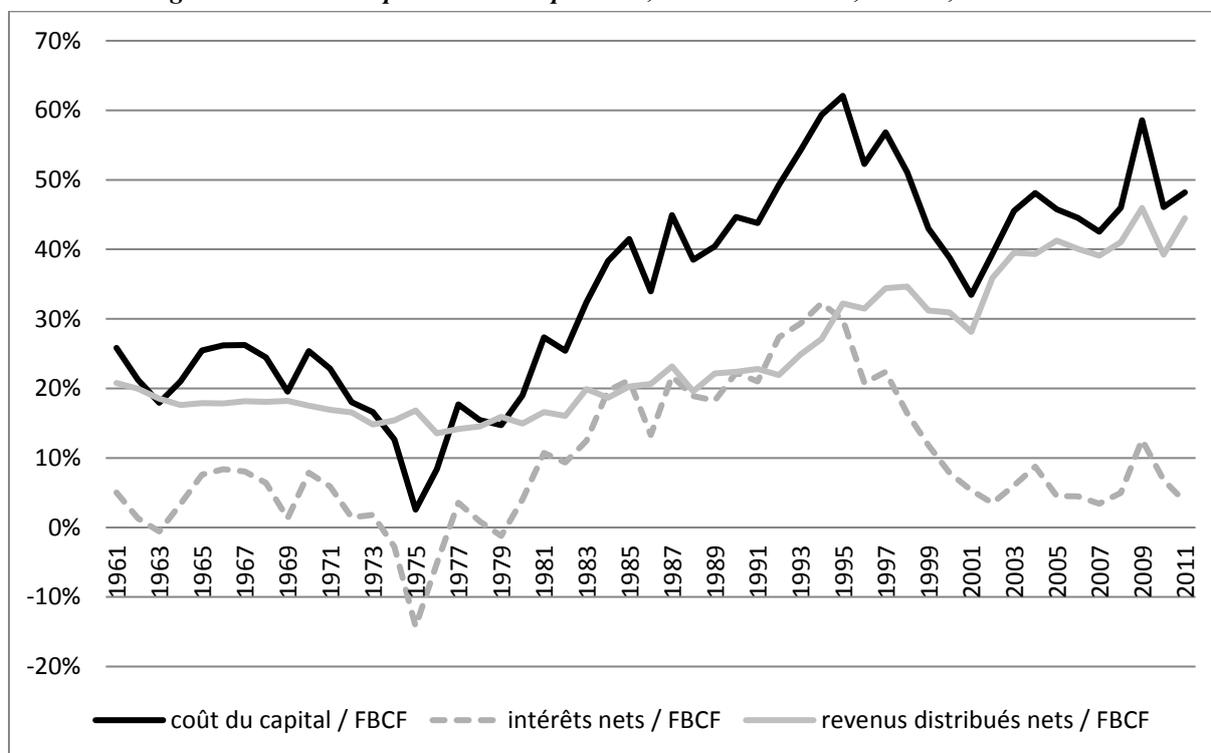
1. Quelques rappels sur l'indicateur de coût du capital

Avant d'en venir aux conséquences de l'adoption de la base 2010 dans les comptes nationaux, nous pensons utile de prendre le temps d'un bref rappel de la méthode que nous avons employée pour construire nos indicateurs de coût du capital en base 2005. Ce sera aussi l'occasion de produire quelques ordres de grandeur que nous comparerons à ceux obtenus avec la nouvelle base. Ce sera enfin l'occasion d'internationaliser notre indicateur en regardant son évolution dans d'autres pays que la France.

1.1. Le coût du capital : quand le financier pèse sur le productif...

Notre indicateur de coût du capital faisait la somme des intérêts réels nets versés et des dividendes nets distribués par les sociétés non financières. Au sein de ce coût financier total du capital, nous distinguons ensuite un surcoût du capital d'un coût justifié : l'idée était d'identifier la part de la rémunération du capital financier qui correspond à un service économique rendu par la finance à l'entreprise. Nous avons évalué ces services économiques – assomption du risque entrepreneurial et de transformation de l'épargne liquide en prêts – à 2% du stock de capital fixe. En retranchant les montants correspondants de la somme des intérêts et dividendes nets versés, nous obtenions alors le surcoût du capital, c'est-à-dire une rémunération du capital ne se justifiant par aucun service économique rendu. Plutôt que de se reposer sur des montants en milliards d'euros, nous rapportions enfin ce surcoût du capital au vrai coût du capital, c'est-à-dire au coût économique du capital productif. Ce vrai coût du capital correspond à la dépense nécessaire chaque année à l'entreprise pour entretenir son stock de capital productif. Il peut se mesurer, au choix, comme la consommation de capital fixe ou la formation brute de capital fixe : dans le premier cas, on ne compte que la dépense qui vise à remplacer le stock de capital fixe arrivant à échéance dans l'année ; dans le second cas, on intègre dans la dépense de capital l'augmentation nette du stock de capital, car on considère que l'investissement net est nécessaire pour que l'entreprise se reproduise dans le temps¹. Cette méthode produisait des résultats très puissants que nous reproduisons ci-dessous.

Figure 1 : Coût du capital et ses composantes, en % de la FBCF, France, 1961-2011

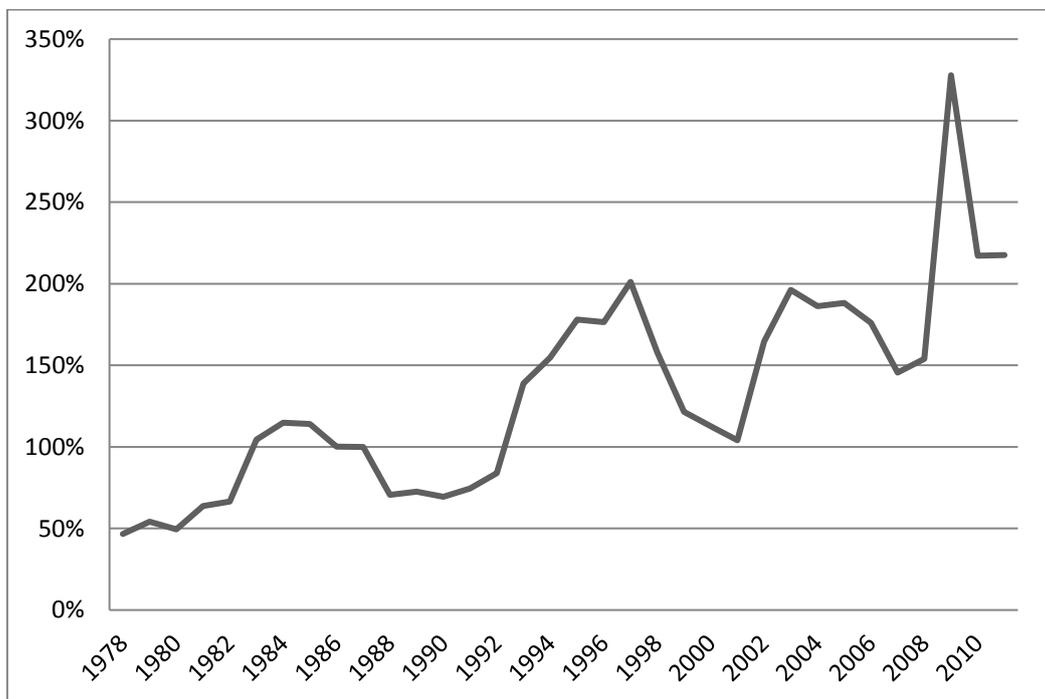


¹ Une autre raison, plus prosaïque, pour privilégier la FBCF plutôt que la CCF comme mesure du vrai coût du capital est que les séries de FBCF sont disponibles depuis 1949 en France, alors que les données de CCF ne commencent qu'en 1978.

Nous observons une évolution en trois temps : une première période jusqu'au milieu des années 1970 avec un coût du capital faible, grâce aux taux d'intérêt réels faibles, voire négatifs ; une seconde période qui voit l'envolée du coût du capital des années 1980 jusqu'au milieu des années 1990, sous l'effet de la remontée des taux d'intérêt décidée pour lutter contre l'inflation ; une dernière période où le coût du capital diminue grâce à la baisse des taux d'intérêt survenant une fois l'inflation liquidée, mais avec une remontée imputable à la hausse des dividendes distribués par les sociétés non financières. Au-delà des soubresauts de la politique monétaire qui déterminent l'évolution des intérêts réels nets versés, le point remarquable est la hausse continue des dividendes depuis les années 1980.

Pour écarter ces variations de la politique monétaire qui perturbe la lecture que l'on peut faire du coût du capital, nous avons aussi utilisé un autre indicateur de la seule pression actionnariale en rapportant les revenus distribués nets des entreprises aux dépenses d'investissement net. On arrivait alors à une représentation des phénomènes de « *downsize and distribute* » définis par Lazonick et O'Sullivan (2000) : les entreprises ont à la fois réduit leurs projets d'investissement et ont restitué aux actionnaires les profits qui n'étaient plus nécessaires pour financer un investissement devenu atone. Ainsi, pour tout euro d'investissement net², les entreprises distribuaient 50 centimes de dividendes en 1978, mais elles en distribuent 2 € en 2011.

Figure 2 : Revenus distribués nets des SNF, en % de la FNCF, France, 1978-2011



L'intérêt d'une telle représentation graphique est bien de reprendre les deux tendances du « *downsize and distribute* » : du côté du numérateur, le gonflement de la distribution de

² L'investissement net est mesuré par la formation net de capital fixe (FNCF). Il s'agit de la formation brute de capital fixe (FBCF), à laquelle nous avons enlevé les amortissements (consommation de capital fixe).

dividendes pousse notre ratio à la hausse ; du côté du numérateur, le ralentissement des projets de développement pousse également le ratio à la hausse³. Au bout du compte, les deux effets se conjuguent pour montrer l'ampleur du changement de logique à la tête des entreprises.

1.2. Une nouvelle base qui pose question...

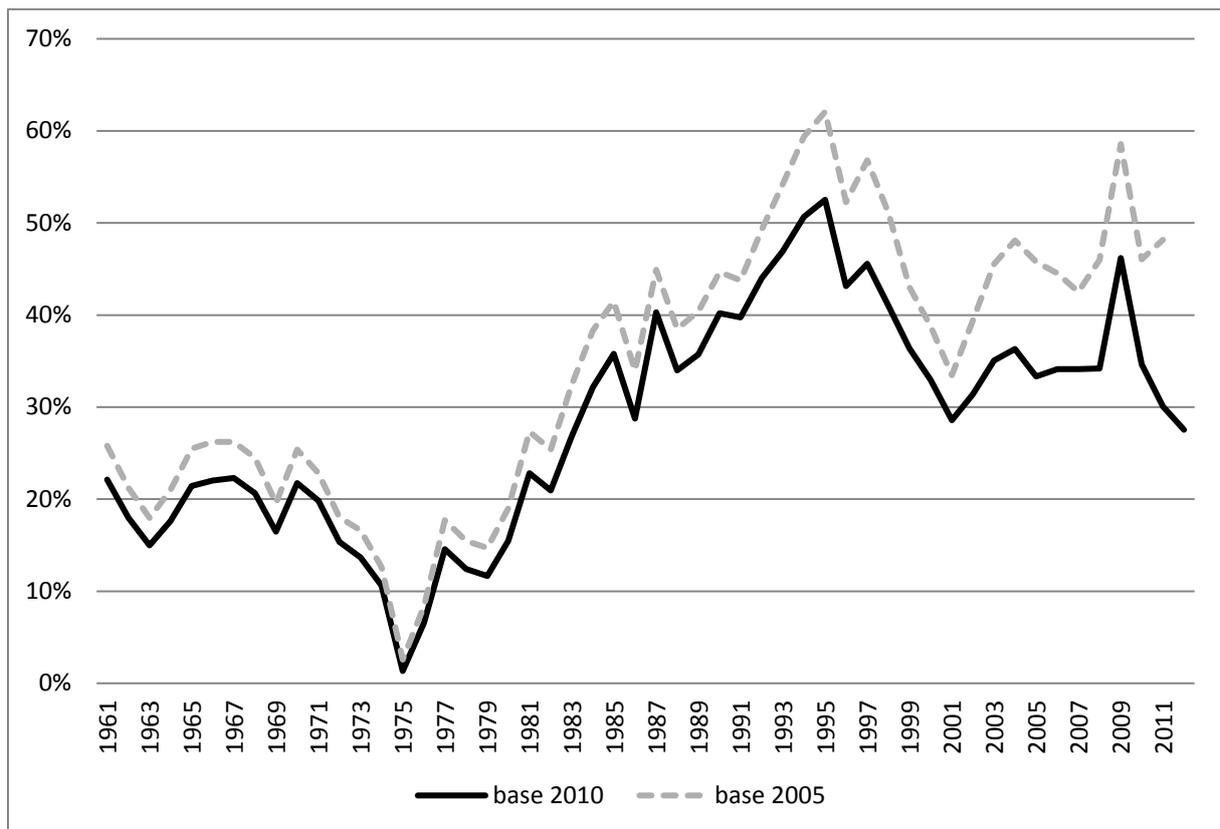
La Comptabilité nationale évolue au gré des conventions statistiques. Ces évolutions qui peuvent parfois provoquer des ruptures de séries qui irritent les chercheurs travaillant sur des données historiques longues, sont utiles pour rappeler que la Comptabilité nationale est une construction humaine d'une représentation socio-économique : les conventions comptables ne sont pas naturelles, elles sont construites. L'architecture de la Comptabilité nationale est à l'origine profondément keynésienne. On pourrait même aller jusqu'à dire qu'il s'agit de keynésianisme appliqué tant les catégories définies par les comptes nationaux recouvrent les concepts et la vision du fonctionnement d'une économie proches de J.-M. Keynes.

Les normes de la Comptabilité nationale ont fortement évolué depuis les premières harmonisations des systèmes de Comptabilité nationale de l'ONU ou de l'Union européenne. La dernière mouture de ces normes comptables, dite « base 2010 », a poussé les différents instituts statistiques nationaux à actualiser l'ensemble de leurs données. Sans rentrer trop dans le détail ici, la base 2010 a pour principale modification une requalification des dépenses de recherche et développement (R & D), autrefois comptabilisées comme de simples consommations intermédiaires, et désormais ajoutées aux dépenses d'investissement au sein de la FBCF. En apparence, pour importantes qu'elles soient, les modifications à en attendre étaient relativement bien balisées pour les principaux agrégats : une augmentation de la valeur ajoutée – du fait de la baisse des consommations intermédiaires –, une augmentation également des profits des entreprises, et une augmentation des dépenses d'investissement. Si ces évolutions ont bien été enregistrées avec le passage à la nouvelle base, pour le cas français, une autre correction de données, beaucoup plus inattendue, est intervenue : les dividendes distribués par les sociétés non financières ont été profondément corrigés à la baisse sur les dernières années. L'Insee ne fournit pas de réelles explications convaincantes pour cette mise à jour (Bournay *et al.*, 2015).

Notre indicateur de coût du capital, dorénavant exprimé en base 2010, est donc réévalué à la baisse par rapport à notre précédente évaluation en base 2005.

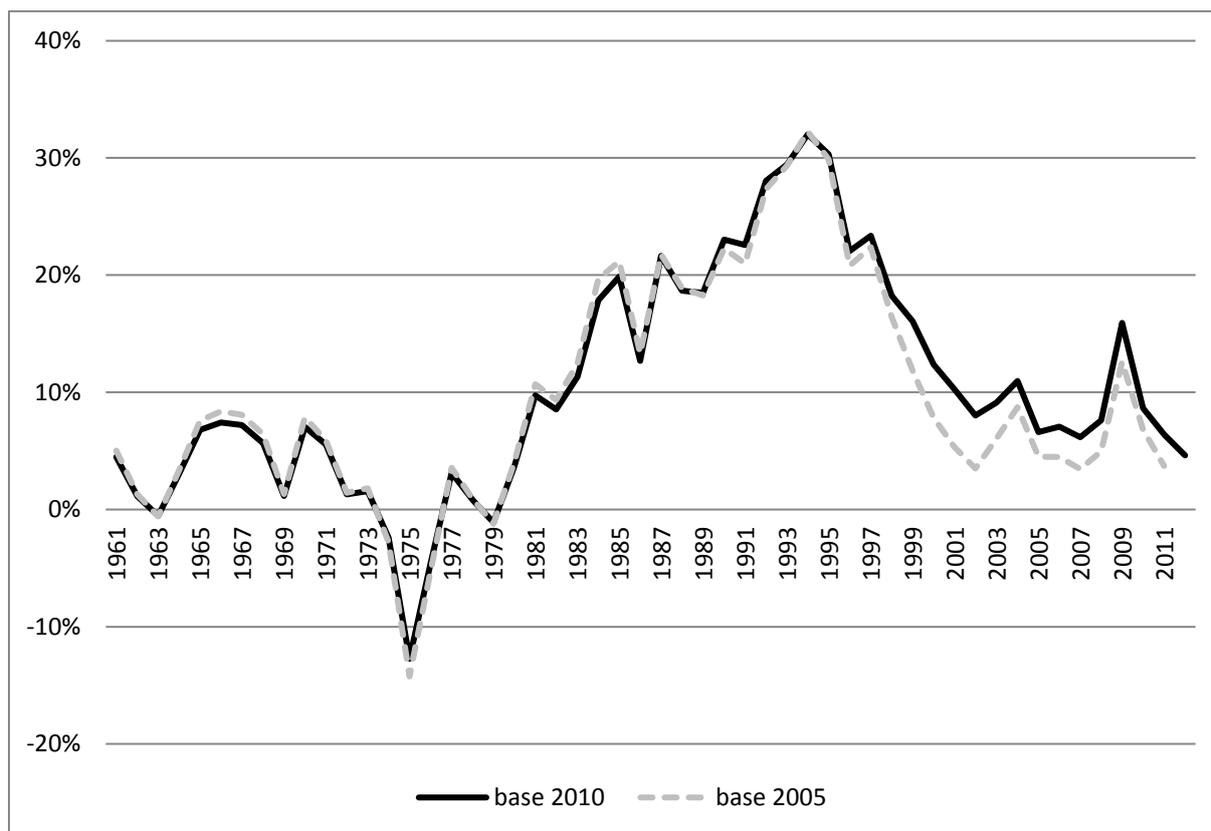
³ Le pic de 2009 est notamment imputable à la mise en sommeil des projets d'investissement de capacité du fait du ralentissement de la demande lié à la crise des *subprimes*.

Figure 3 : Coût du capital des SNF en base 2005 et 2010, en % de la FBCF, France, 1961-2012



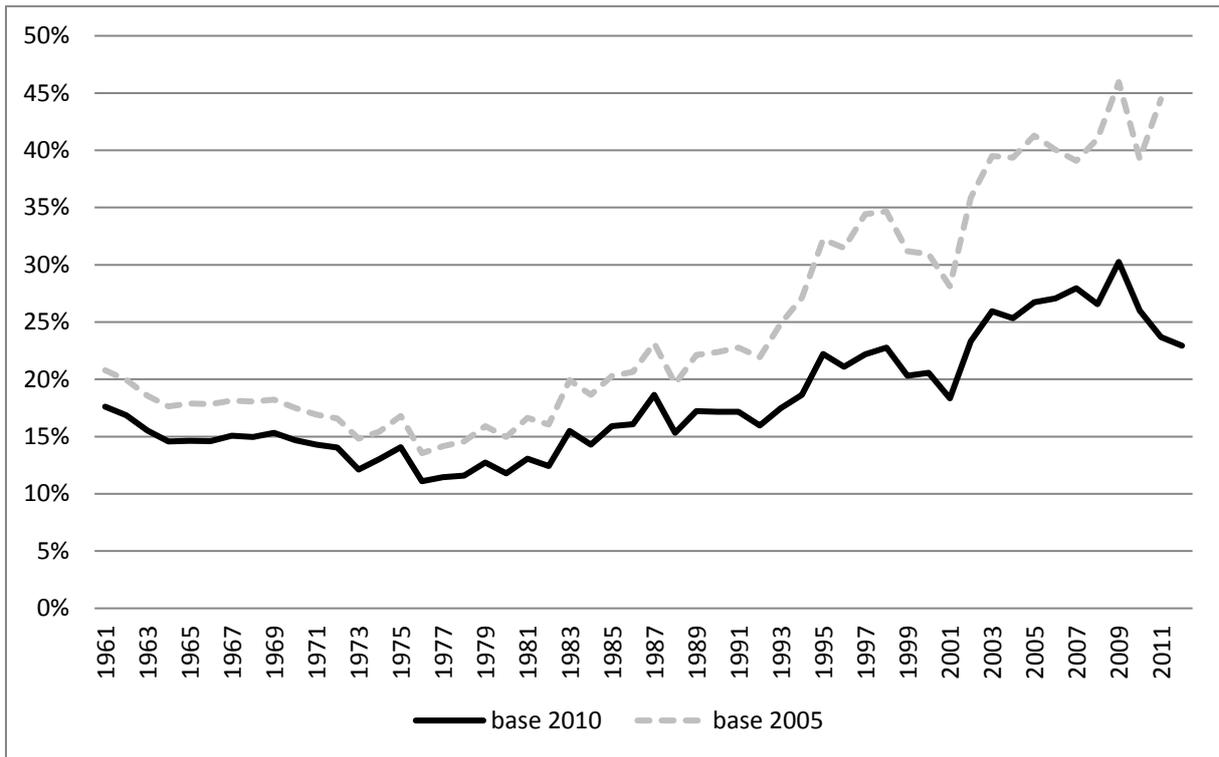
S'il est logique que notre indicateur soit réévalué à la baisse du fait de l'augmentation de la FBCF à cause de la requalification des dépenses de R & D, l'écart qui se creuse sur la fin de la période apparaît très important, sans commune mesure avec ce que l'on serait en droit d'attendre. En regardant au niveau de la composition du coût du capital, on se rend vite compte que le problème provient d'une réévaluation à la baisse des revenus distribués, les intérêts réels nets n'étant quasiment pas modifiés.

Figure 4 : Intérêts réels nets versés par les SNF en base 2005 et 2010, en % de la FBCF, France, 1961-2012



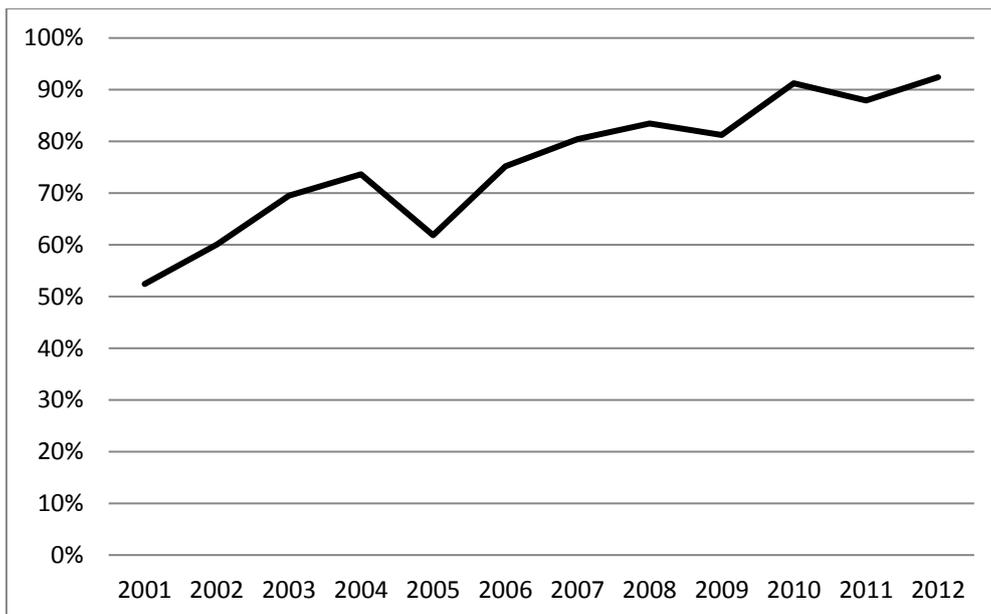
C'est bien l'ensemble de la série des revenus distribués des sociétés non financières qui a été reprise à la baisse, avec des effets très impressionnants en fin de période. Ainsi, alors que les revenus distribués nets s'établissaient à presque 90 milliards d'euros en 2011 en base 2005, ils tombent à seulement 55 milliards en base 2010. Nous avons donc l'équivalent d'un plein Pacte de responsabilité qui s'est évaporé dans la nature, sans que cela n'inquiète beaucoup les services de l'Insee...

Figure 5 : Revenus distribués nets versés par les SNF en bases 2005 et 2010, en % de la FBCF, 1961-2012



Cette réécriture de l'histoire des dernières années est d'autant plus étonnante que les profils des autres fournisseurs de données ne corroborent pas cette baisse des dividendes distribués. La Banque de France produit un indicateur de la part du revenu de l'entreprise échouant aux actionnaires, et aucune baisse récente n'y apparaît. *Idem* pour des données d'entreprise récoltées à partir de la base Thomson Reuters.

Figure 6 : Coût du capital des grandes sociétés cotées, en % de la FBCF, France, 2001-2012



Ces données, issues des 29 plus grosses capitalisations des sociétés non financières françaises, n'affichent pas une rupture à la baisse après la crise de 2008. La nouvelle base 2010 conserve donc tout son mystère... Mais, puisque les données en base 2005 sont désormais arrêtées, nous serons bien obligés d'utiliser cette nouvelle base 2010, non sans rappeler aussi souvent que possible l'étrange profil des dividendes distribués sur les dernières années.

Réévaluations et changements de base

On pourrait croire que les séries de données de la Comptabilité nationale des années passées, une fois mesurées, ne changent plus et sont gravées dans le marbre. Ce n'est pas le cas. De nombreux changements peuvent intervenir en pratique. Par exemple, les données publiées en 2006, qui courent jusqu'à 2005, nous montrent que les dividendes nets ont été ré-estimés à la hausse pour les années 2004 et 2005, dans les séries de données publiées ensuite. Ces séries de données étant estimées, elles peuvent être réévaluées et corrigées lorsque l'Insee considère que ses estimations précédentes n'étaient plus pertinentes.

Généralement ces ré-estimations portent rétroactivement sur deux ou trois années dans le passé et font suite à des événements non anticipés par les statisticiens. Ainsi, en 2011, les estimations des dividendes nets des SNF ont été réévaluées à la hausse de 2006 à 2009, si on les compare à la série de données de 2010. Et les séries de données des deux années suivantes, 2012 et 2013, présentent des changements successifs importants liés à la crise des *subprimes* qui n'apparaissait pas dans les données de 2011.

La variabilité des estimations successives révèle les difficultés liées à l'élaboration de ces données par les statisticiens nationaux et le caractère construit de ces données. Ces données construites peuvent décrire des réalités très différentes : l'effet sur les dividendes nets des SNF de la crise des *subprimes*, qui apparaissait comme un simple ralentissement en 2011 devient une baisse historique à partir de 2012.

Il faut garder présente à l'esprit cette caractéristique *construite* des données pour relever les deux principaux éléments qui doivent attirer l'attention. Le premier est qu'à partir de 2013, les comptes nationaux présentent une histoire radicalement différente de celle qui était décrite par les années 2012 et 2013. Les données de 2012 et 2013 présentent un prompt rétablissement dans la distribution de dividendes suite à la chute qui a fait suite à la crise financière, rétablissement qui, s'il se prolongeait, leur ferait rejoindre la tendance historique. Cependant, à partir de 2014, l'Insee présente une baisse continue de la distribution de dividendes nets qui prolonge cette fois-ci la tendance à la baisse amorcée par la crise.

Figure 7 : Dividendes nets (en milliards d'euros) mesurés par l'Insee pour chaque changement de base et d'estimation

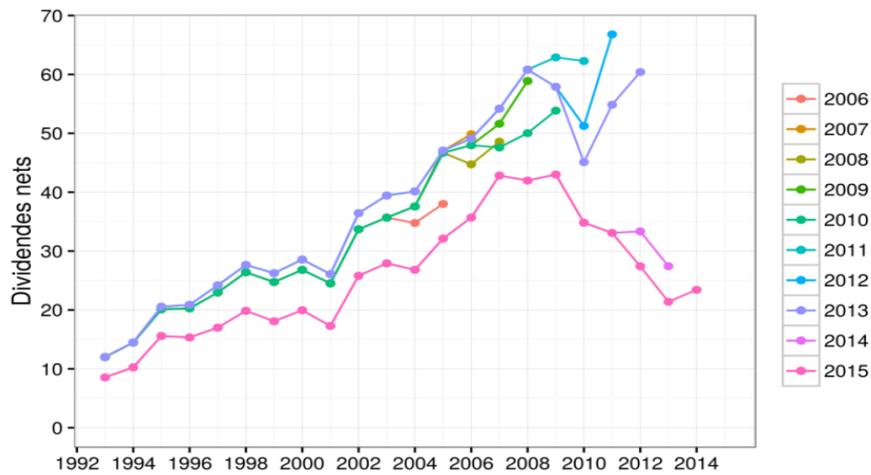


Figure 8 : Dividendes versés (en milliards d'euros) mesurés par l'Insee pour chaque changement de base et d'estimation

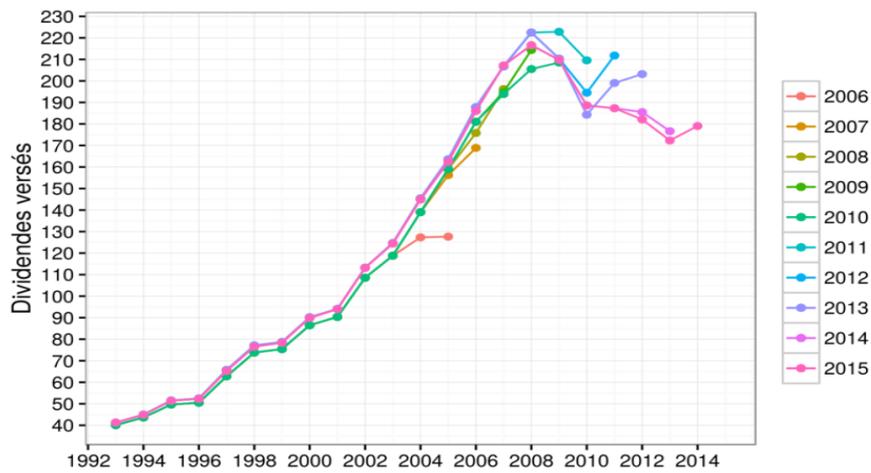
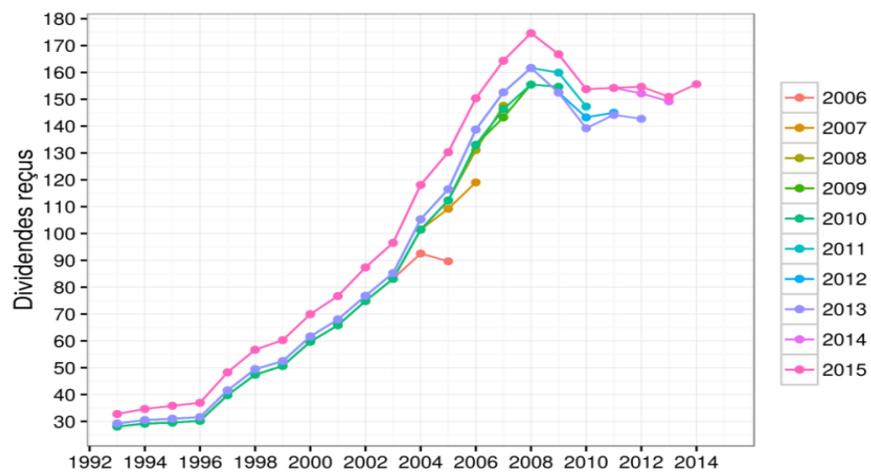


Figure 9 : Dividendes reçus (en milliards d'euros) mesurés par l'Insee pour chaque changement de base et d'estimation



NB : les courbes présentent les séries de dividendes publiées chaque année entre 2006 et 2015.

Concernant les dividendes reçus, l'Insee explique que les changements observés sont la conséquence du passage de la base 2005 à la base 2010 qui fait suite à l'adoption du système européen de compte 2010. Dans le dossier « Les comptes passent en base 2010 »⁴, l'Insee explique que « le solde des revenus de la propriété passe de - 85,8 Md€ à - 76,1 Md€ : le solde des flux de revenus de la propriété avec le reste du monde mesurés par la balance des paiements est revu à la hausse, de même que les dividendes reçus (estimés à partir notamment de données issues d'Esane) ». Sans plus de précision, cela est censé satisfaire la curiosité des lecteurs.

De plus, il n'existe aucun passage expliquant le changement de tendance le plus étonnant, celui qui porte sur les dividendes versés. Les données fournies par l'Insee en 2012, encore en base 2005, révèlent un net rétablissement de la distribution de dividendes faisant suite à la baisse consécutive de la crise des *subprimes*, tandis que les dernières séries de données disponibles pour l'année 2014, en base 2010, font état d'une baisse continue de la distribution de dividendes jusqu'en 2013. L'écart entre les deux bases excède 20 milliards d'euros en 2012. Ce changement est loin d'être négligeable et dépeint une histoire très différente de celle qui se dessinait avec la base 2005. Si en 2013, les dividendes versés en base 2005 étaient au même niveau qu'en 2012 (203,15 milliards d'euros), hypothèse modeste si l'on prend en compte la tendance, l'écart avec la nouvelle base 2010 atteindrait 24,1 milliards d'euros en 2013. Cumulés dans les séries de dividendes nets, les changements dans les séries de dividendes reçus et versés s'additionnent et atteignent une ampleur sans précédents dans l'histoire des changements de base ou ré-estimations. L'écart entre le montant des dividendes nets de 2011 des données de 2012 (point haut de la Figure 7) et le montant des dividendes nets de 2013 des données de 2015 (point bas de la Figure 7) est de 45,4 milliards d'euros et représente une baisse difficilement explicable de plus de 200%.

Nous avons vu que le passage au Système européen de compte a largement modifié les statistiques récentes concernant les dividendes nets, en augmentant les dividendes reçus par les sociétés non financières et en modifiant la tendance des dividendes versés à partir de 2010. Ce changement de base comptable a également affecté la mesure de la FBCF. Les dépenses de recherche et développement qui étaient comptées comme des consommations intermédiaires avec la base 2005 sont intégrées dans la FBCF en base 2010. L'indicateur de surcoût du capital qui rapportait la somme des dividendes et des intérêts nets à la FBCF est donc revu à la baisse : i) suite à la hausse de la FBCF au dénominateur et ii) suite à la hausse des dividendes reçus qui vient réduire les dividendes nets au numérateur. Sur la période plus récente, de 2010 à 2014, deux éléments se cumulent pour expliquer le changement de tendance : i) la baisse globale des taux d'intérêt consécutive aux politiques monétaires menées par les banques centrales, en réponse à la crise financière et au risque de déflation en zone euro, et ii) la baisse des dividendes nets résultant du changement de base comptable que l'on ne s'explique toujours pas.

⁴ http://www.insee.fr/fr/indicateurs/cnat_annu/base_2010/methodologie/comptes-nationaux-base-2010.pdf

1.3. Le coût du capital hors de nos frontières

Dans notre premier rapport, nous sommes restés très franco-français et n'avons pas cherché à construire l'évolution du coût du capital pour d'autres pays. Nous cherchons ici à réparer notre oubli en produisant quelques statistiques intéressantes pour les principaux pays développés. Il convient toutefois de mentionner plusieurs limites à ces tentatives d'internationaliser notre indicateur :

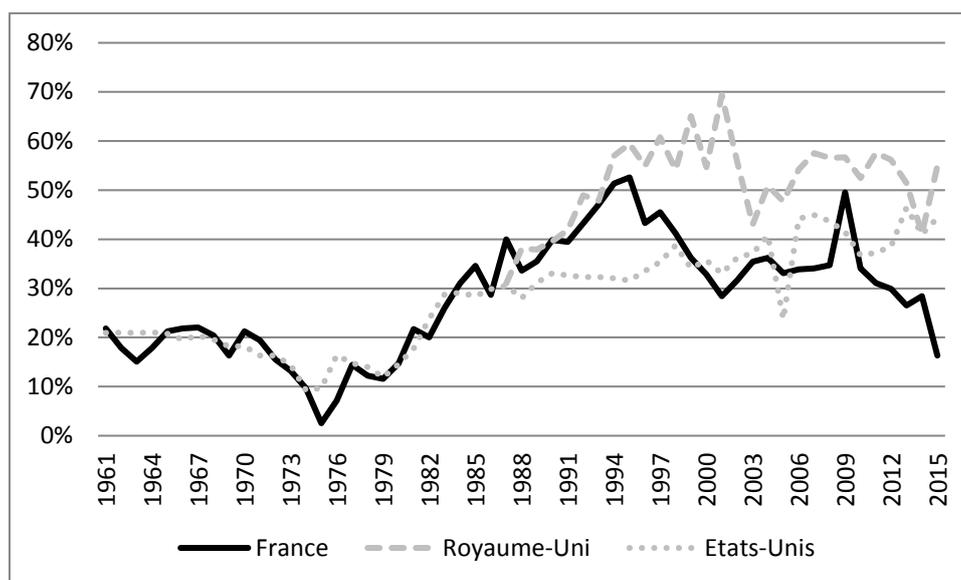
- D'une part, l'épaisseur temporelle des données fournies par les grandes institutions internationales est relativement réduite, et empêche de voir ce qu'il se passe avant 1995. Or, pour le cas français, l'année 1995 marque le début d'un repli du coût du capital pour des raisons liées au relâchement de la politique monétaire. Il ne faudra donc pas conclure trop rapidement de nos évolutions ci-dessous que le coût du capital baisse et que la dérégulation des marchés financiers a permis de desserrer les contraintes de financement des sociétés non financières ;
- D'autre part, les données fournies par les institutions internationales ne sont qu'imparfaitement comparables. Il subsiste des particularités entre pays sur la manière de traiter tel ou tel revenu. Cela est notamment le cas des revenus des dirigeants d'entreprise qui sont parfois considérés comme des dividendes (cas allemand et italien)⁵. Il serait donc préférable que des spécialistes des comptabilités nationales des différents pays entreprennent de recalculer notre indicateur en toute connaissance de cause. Dans l'état actuel de notre maîtrise de la Comptabilité nationale, nous ne sommes pas en mesure de fournir des explications précises sur toutes les spécificités nationales...

Pour pallier aux limites temporelles des séries des institutions internationales (type OCDE ou Eurostat), nous avons récupéré les données américaines et britanniques sur les sites de producteurs nationaux de statistiques : Bureau of Economic Analysis et Federal Reserve Board pour les États-Unis ; Office National for Statistics pour le Royaume-Uni. Ainsi, nous sommes en mesure de proposer notre indicateur de coût du capital sur plus longue période.

Les séries reprises ci-dessous représentent le coût du capital (intérêts réels nets et revenus distribués nets) rapporté à la FBCF.

⁵ Ce point demanderait à être confirmé par des spécialistes de la Comptabilité nationale.

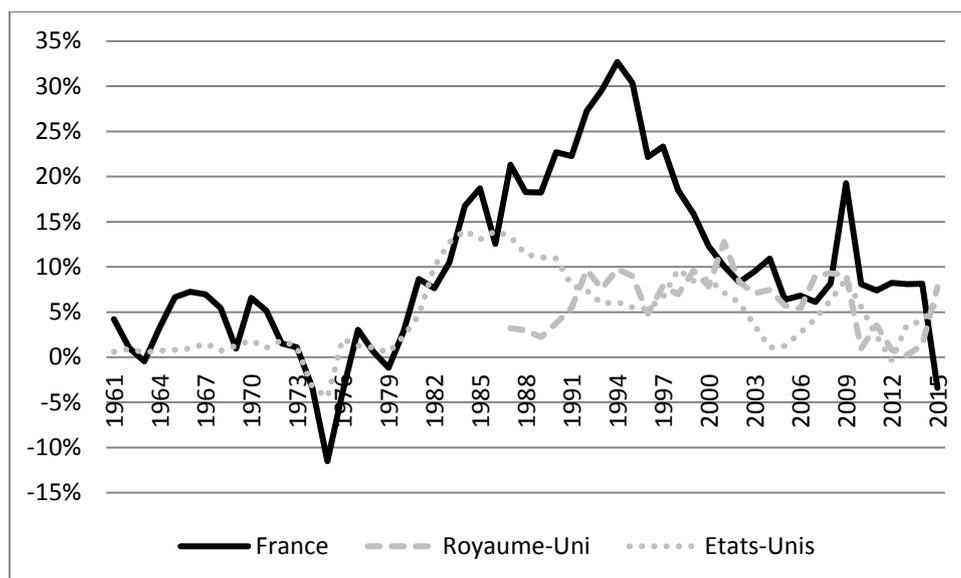
Figure 10 : Coût du capital, en % de la FBCF, France, États-Unis et Royaume-Uni, 1961-2015



Ce qui frappe d'emblée, c'est la remarquable similitude des évolutions et des niveaux pour ces trois pays. Sur le début de la période, les courbes française et américaine sont quasiment confondues. Les données britanniques, qui démarrent en 1987, s'élancent à partir des niveaux atteints par les courbes française et américaine, et leur évolution semble prolonger la tendance antérieure, en épousant presque parfaitement la courbe française jusqu'au milieu des années 1990.

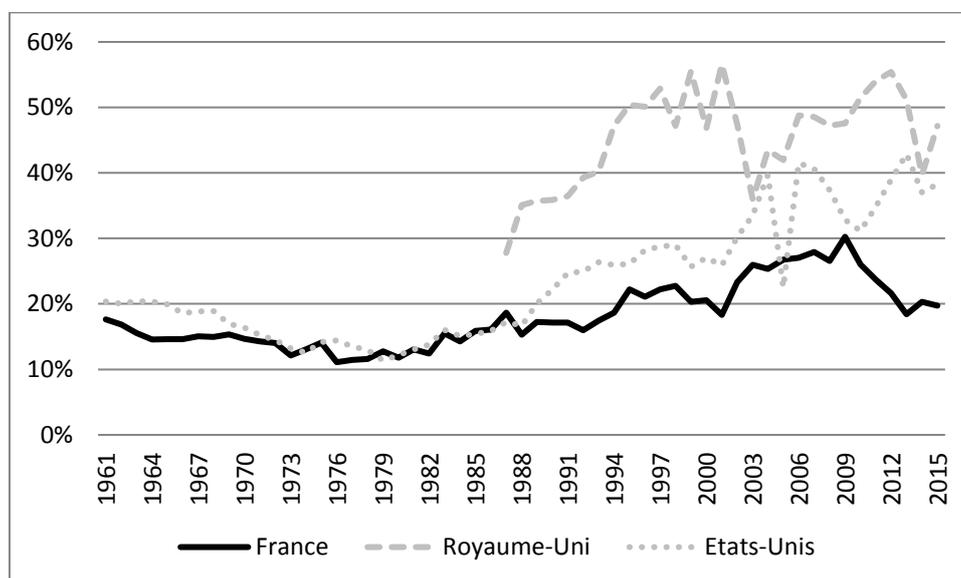
Ces similitudes peuvent s'expliquer par le mimétisme des politiques monétaires dans ces grandes économies. Comme nous l'avons déjà mentionné précédemment, les évolutions du coût du capital jusqu'au milieu des années 1990 sont principalement gouvernées par le ton de la politique monétaire en lien avec l'impératif de la lutte contre l'inflation. Peu de différences notables ne se manifestent durant les années 1960-1970 sur les régimes d'inflation et de taux d'intérêt réels. Par contre, dans les années 1990, on observe bien une divergence transatlantique : alors que les taux d'intérêt réels américains repartent à la baisse une fois l'inflation vaincue, les taux français restent plus durablement élevés du fait de circonstances particulières (choix du franc fort ; attaques spéculatives contre le Système monétaire européen), pénalisant ainsi le financement des entreprises.

Figure 11 : Intérêts réels nets, en % de la FBCF, France, États-Unis et Royaume-Uni, 1961-2015



Les entreprises britanniques paient nettement moins d'intérêts réels que leurs consœurs françaises dans les années 1990. Si les coûts du capital sont similaires, c'est qu'elles « compensent » en payant bien plus de dividendes. C'est effectivement ce que l'on observe dans le détail des revenus distribués nets :

Figure 12 : Revenus distribués nets, en % de la FBCF, France, États-Unis et Royaume-Uni, 1961-2015



Les entreprises britanniques paient un lourd tribut en dividendes. Plus lourd même que les entreprises américaines.

Une autre manière de situer cette pression actionnariale subie par les entreprises britanniques est de rappeler que les entreprises américaines affrontent aussi les rachats d'actions, autre manière pour les actionnaires de faire payer les entreprises. C'est peut-être aussi cela qui permet de comprendre pourquoi ce sont les entreprises britanniques, et non

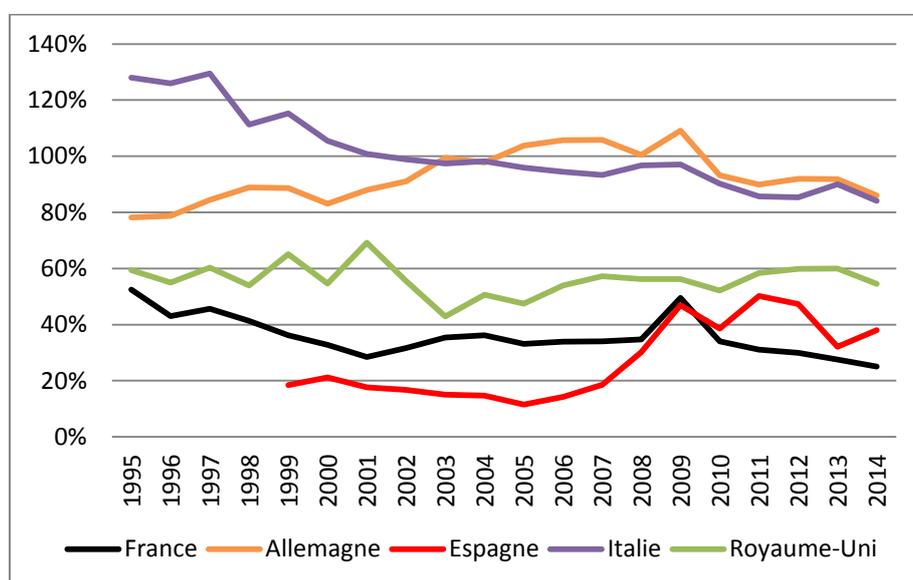
américaines, qui ressortent comme les entreprises les plus pressées sous l'angle des dividendes.

Au bout du compte, ce premier moment de comparaison internationale doit nous éveiller sur un point important : il est possible que des profils de coût du capital similaire émergent pour des pays différents, malgré des situations très différentes sur les dividendes distribués par les entreprises.

Le deuxième temps de comparaison internationale consiste désormais à utiliser les données disponibles sur les sites des grandes institutions internationales (OCDE, Eurostat, Commission européenne...). Malheureusement, ces données ne démarrent dans la plupart des cas qu'en 1995. Nous manquerons donc du recul historique nécessaire pour se rendre compte de l'augmentation du coût du capital, qui, comme on l'a vu précédemment, démarre dès les années 1980 avec le resserrement de la politique monétaire.

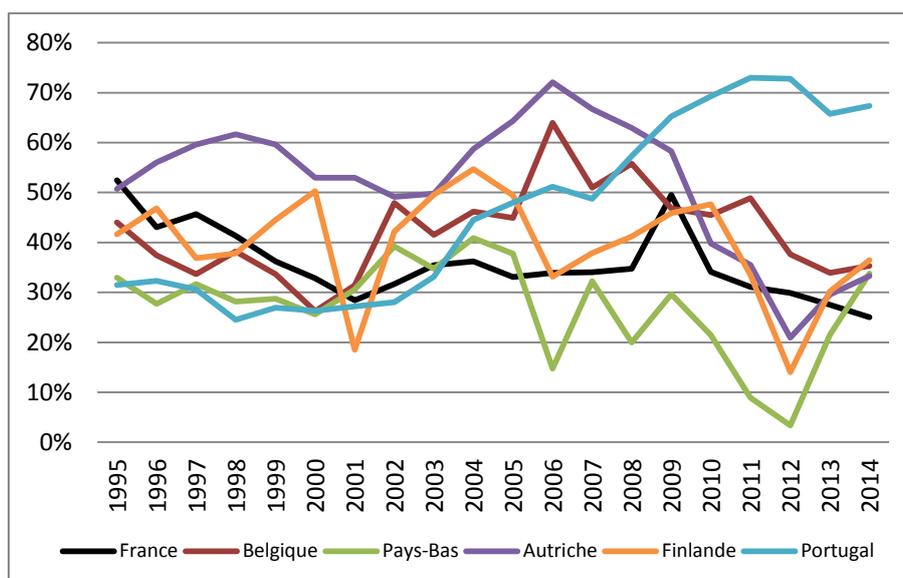
Une première comparaison avec les principaux pays européens souligne les spécificités nationales en termes de Comptabilité nationale, Allemagne et Italie affichant des niveaux extrêmement élevés de coût du capital, du fait d'un traitement particulier des revenus des entrepreneurs. On remarque également une tension qui survient en Espagne avec le durcissement des conditions de financement au tournant du déclenchement de la crise des *subprimes*.

Figure 13 : Coût du capital des grands pays européens, en % de la FBCF, 1995-2014



Les pays européens de taille moins importante affichent aussi des tendances intéressantes. C'est en particulier le cas des Pays-Bas dont les revenus distribués nets versés par les sociétés non financières deviennent quasiment négatifs en 2012 : les entreprises en seraient presque à recevoir davantage de dividendes qu'elles n'en versent ! Pour la Finlande ou l'Autriche, la baisse du coût du capital en fin de période s'explique aussi par des taux d'intérêt réels devenus négatifs. On note enfin une hausse continue au Portugal.

Figure 14 : Coût du capital des pays européens de taille intermédiaire, en % de la FBCF, 1995-2014

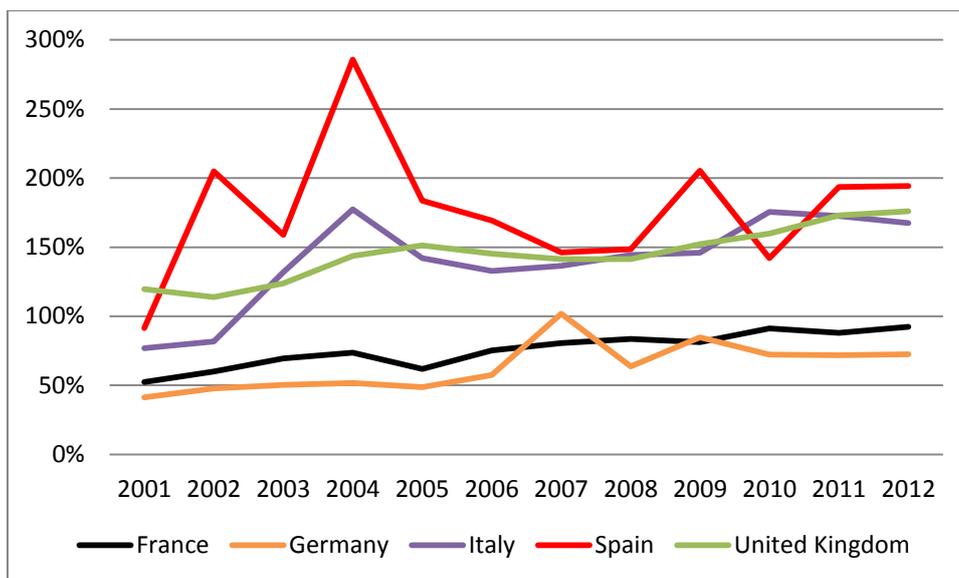


Quel que soit l'ensemble des pays auxquels on se compare (petits ou grands pays européens), la France reste parmi les pays qui affichent le coût du capital le plus faible, ce qui permettrait de vérifier ainsi la maxime de Talleyrand : quand on se contemple, on se désole ; quand on se compare, on se console. Cependant, il faut bien veiller à ne pas tomber trop hâtivement dans un relativisme consolatoire, car les mécanismes désolants du coût du capital restent bien à l'œuvre dans l'économie française, et cela est plus particulièrement vrai quand on regarde les seules grandes entreprises...

Le troisième et dernier temps de comparaison internationale est en effet réalisé à partir de données provenant des principales sociétés cotées dans chaque pays. On resserre encore la fenêtre temporelle, mais on s'autorise à mieux voir ce qu'il se passe pour les plus grandes entreprises, celles qui sont le plus soumises à des logiques financiarisées. Si la France reste en queue de peloton par rapport aux grands pays européens, la hiérarchie avec l'Allemagne s'inverse quand on prend les données des seules grandes entreprises, et non les données macroéconomiques⁶.

⁶ Une explication possible pour cette forte diminution des niveaux de coût du capital atteints en Allemagne avec des données d'entreprise comparés aux niveaux obtenus avec les données macroéconomiques serait à chercher du côté des méthodes de la Comptabilité nationale : les revenus distribués des sociétés de la Comptabilité nationale sont gonflés par le retraitement en dividendes de revenus entrepreneuriaux qui ne sont pas repris comme tels dans la comptabilité d'entreprise.

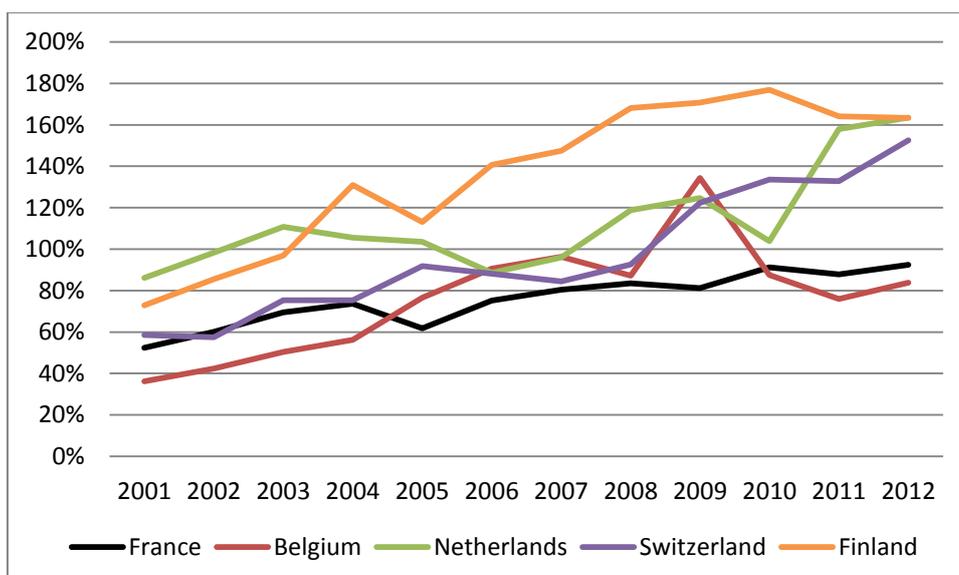
Figure 15 : Coût du capital des grandes sociétés cotées des grands pays européens, en % de la FBCF, 2001-2012



De plus, la hausse continue du coût du capital pour les grandes capitalisations françaises est masquée graphiquement à cause des extrêmes atteints par les entreprises espagnoles avant l'éclatement de la bulle immobilière. Mais les entreprises françaises ont connu un quasi-doublement du coût du capital sur une période restreinte.

Les « petits » pays ne sont pas restés à l'écart du mouvement de financiarisation de leurs grandes entreprises. Les évolutions suisses, finlandaises ou néerlandaises sont particulièrement impressionnantes.

Figure 16 : Coût du capital des grandes sociétés cotées des pays européens de taille intermédiaire, en % de la FBCF, 2001-2012



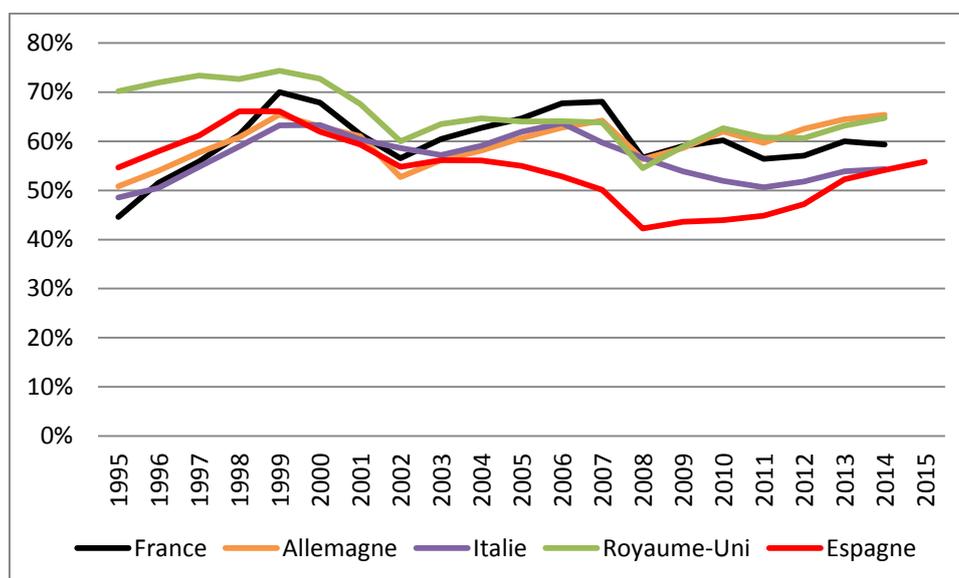
1.4. Vers la création d'un tableau de financement des entreprises non financières ?

S'il n'existe pas trop de différence sur l'évolution des coûts du capital en Europe, avec partout des hausses relativement marquées avant la crise de 2008, les niveaux constatés de coût du capital diffèrent d'un pays à l'autre. Nous avons déjà mentionné les cas allemand et italien qui pourraient s'expliquer par des différences de traitement statistique des revenus des entrepreneurs. Mais il nous faut désormais adresser une autre potentielle source de divergence : les modes de financement. Après tout, le coût du capital peut s'avérer plus élevé dans un pays si le financement de ses entreprises repose davantage sur des actionnaires gourmands que sur des prêteurs tolérants... Existe-t-il des pays dont le financement s'effectue sur les marchés boursiers au détriment de financements bancaires et obligataires ? Regardons donc ce qu'il en est au niveau macroéconomique.

À partir de la base de données Eurostat, nous sommes en mesure de reconstruire les données de financement des sociétés non financières. Comme toujours en pareil cas, il faut distinguer les stocks et les flux : les stocks nous donnent des informations sur la structure comptable des entreprises, sur leur passé ; les flux nous informent sur la nature des financements obtenus dans l'année.

Concernant les stocks tout d'abord, on ne remarque quasiment aucune spécificité d'un pays à l'autre, tous semblant afficher à peu près le même poids des fonds propres au total de leur passif⁷.

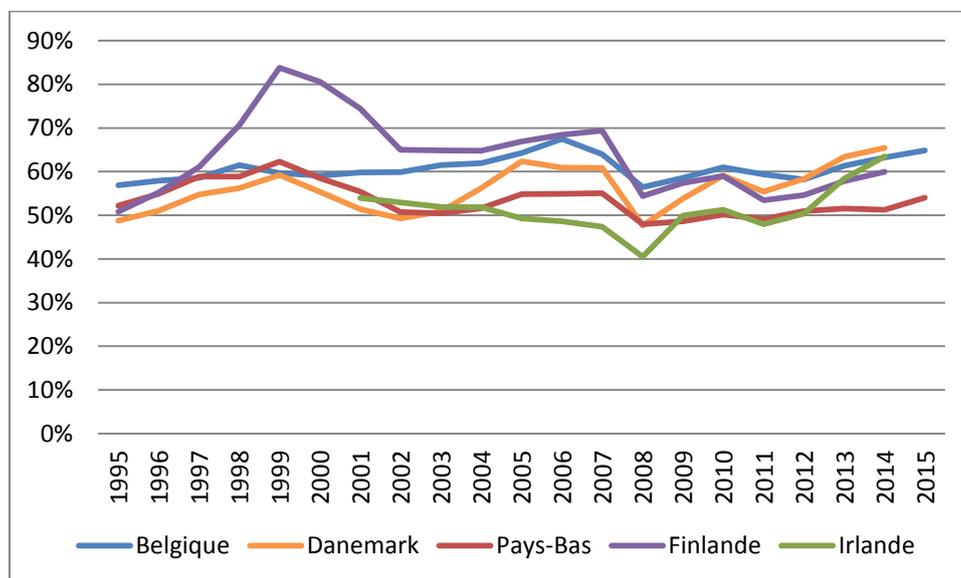
Figure 17 : Fonds propres des SNF des grands pays européens, en % de leur passif, 1995-2015



⁷ Par souci de simplicité, nous avons reconstruit un passif correspondant à la somme des trois postes suivants : actions, crédits et titres de créance.

Mise à part l'Espagne qui se finance davantage par prêts et obligations, les autres profils sont extrêmement similaires, que ce soit en niveau ou en évolution. Cela vaut aussi pour les plus petits pays. Cette fois, on remarquera simplement la bulle des nouvelles technologies qui gonfle la valorisation des fonds propres finlandais à la fin des années 1990⁸.

Figure 18 : Fonds propres des SNF des pays européens de taille intermédiaire, en % de leur passif, 1995-2015



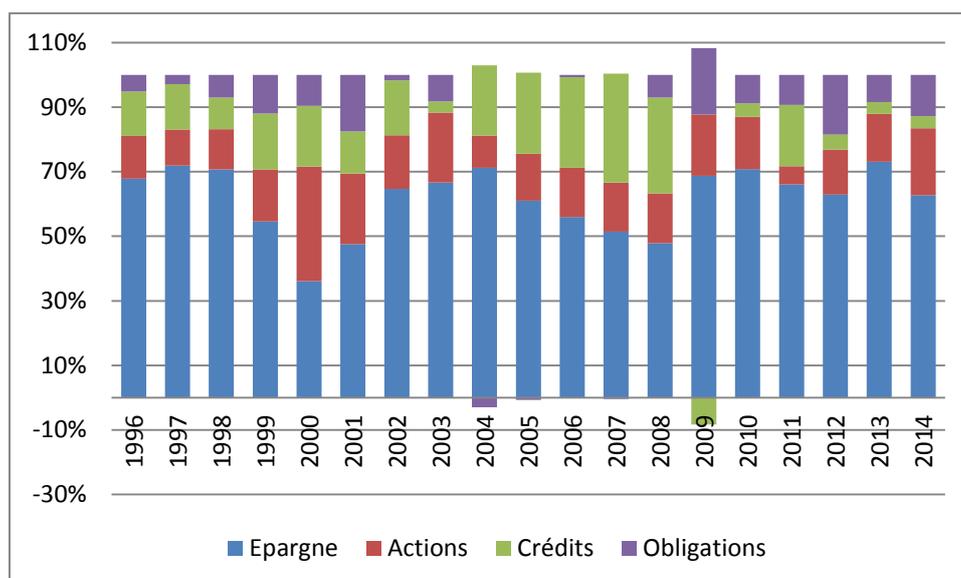
Si les stocks de financement ne font pas apparaître de grosses spécificités nationales, les flux annuels seront peut-être plus parlants pour repérer d'éventuelles divergences nationales.

Schématiquement, les sources de financement sont au nombre de quatre : les financements boursiers avec les émissions d'actions nouvelles, les prêts obtenus, les émissions d'obligations, et enfin l'épargne des sociétés non financières. Les trois premières sources correspondent à ce qu'on appelle le financement externe, quand la dernière source de financement recouvre la finance interne, ce qu'on appelle aussi l'autofinancement.

Chaque année, les modalités de financement retenues par les sociétés non financières peuvent changer, selon la masse des profits réalisés (capacité d'autofinancement plus ou moins importante), selon les conditions monétaires en vigueur (taux d'intérêt plus ou moins élevés) ou selon l'orientation des marchés boursiers (permettant de lever plus ou moins de capitaux). Pour le cas français, les évolutions annuelles sont données par la figure ci-dessous.

⁸ Nous rappelons ici que les comptes de patrimoine d'Eurostat sont exprimés ici en valeur de marché. Les actions émises sont donc réévaluées pour tenir compte des variations des marchés boursiers. La bulle des NTIC est particulièrement visible en Finlande du fait du poids de Nokia dans son économie à l'époque.

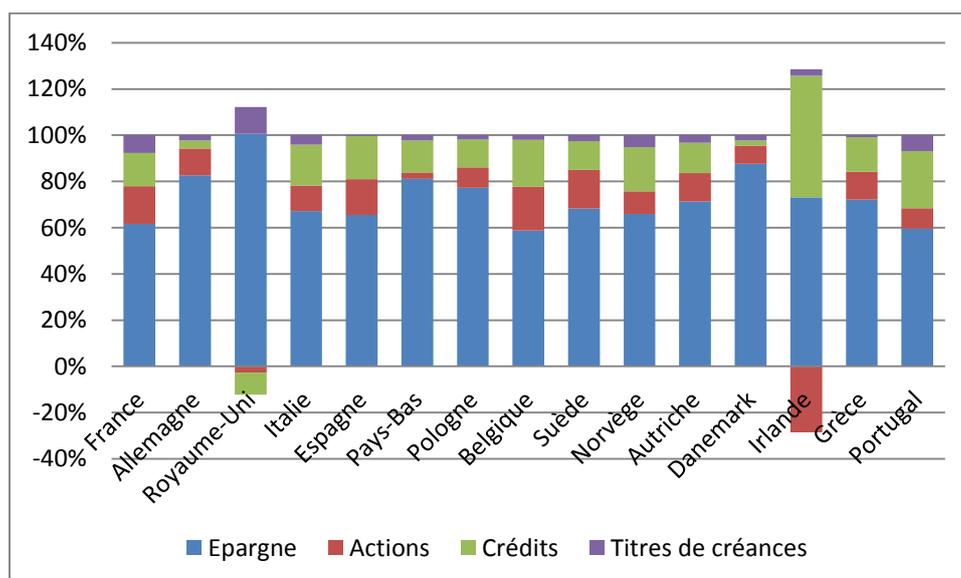
Figure 19 : Sources de financement des SNF, en % du total des financements, France, 1996-2014



Deux enseignements essentiels découlent de cette figure : l'épargne est la source écrasante de financement des sociétés non financières, et les financements de marché (actions et obligations) sont relativement peu développés ; les crédits ont été très fortement réduits depuis la crise de 2008.

Sans vouloir commenter les fluctuations annuelles connues dans les autres pays, nous pouvons facilement mettre en évidence un modèle commun de financement avec nos voisins européens⁹.

Figure 20 : Sources de financement des SNF des pays européens, en % du total des financements, moyenne sur la période 1995-2014

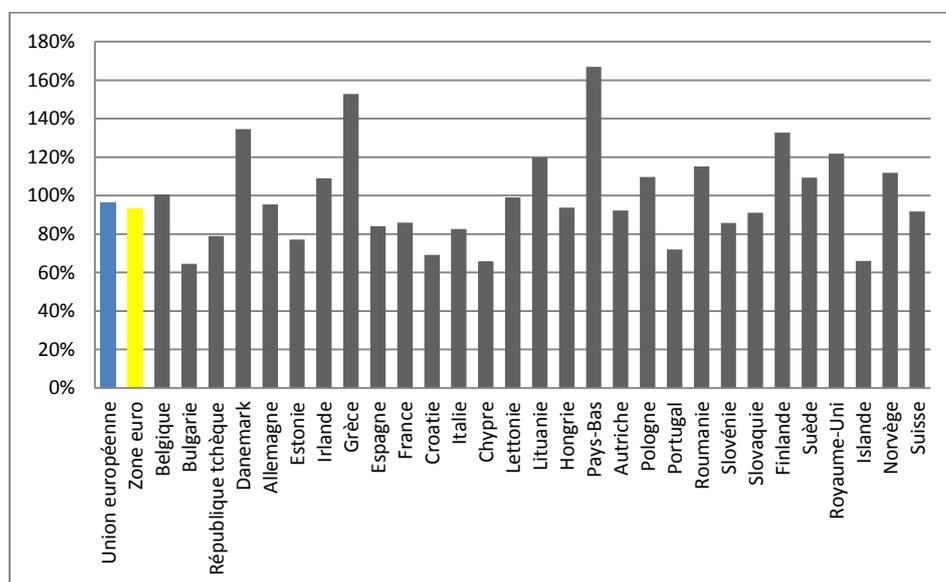


⁹ Du fait du manque de données, les moyennes ne sont pas calculées sur le même intervalle de temps pour tous les pays.

On remarquera simplement que le Royaume-Uni et l'Irlande ont en commun de connaître des émissions d'actions négatives sur la période : cela signifie que les entreprises y rachètent davantage leurs propres actions qu'elles n'en émettent de nouvelles pour se financer.

Les flux de financement des entreprises européennes laissent apparaître une situation assez claire depuis une vingtaine d'années : les entreprises reposent majoritairement sur leurs propres ressources et font relativement peu appel à des financements extérieurs. Si on exprime l'épargne brute des sociétés non financières non pas en fonction de la somme des quatre financements précédents, mais en proportion des dépenses d'investissement productif (FBCF), on voit apparaître une situation en apparence quasiment idéale où les entreprises n'ont besoin de personne pour financer leurs projets de développement : les taux d'autofinancement approchent de l'unité, voire la dépassent dans plusieurs pays.

Figure 21 : Épargne brute des SNF des pays européens, en % de la FBCF, moyenne sur la période 1995-2015



Au niveau macroéconomique, cela signifierait que les entreprises peuvent parfaitement s'autofinancer intégralement, ou presque. Cet horizon prometteur, où les entreprises se débarrasseraient des relations potentiellement conflictuelles avec leurs actionnaires et/ou prêteurs, doit toutefois être relativisé¹⁰. Si on fait entrevoir dans le chapitre 2 le levier de développement formidable que constituerait pour les entreprises une disparition des paiements de dividendes aux actionnaires, il ne faut pas trop rapidement conclure de taux d'autofinancement proches de l'unité que la situation de nos entreprises toucherait déjà du doigt un idéal définanciarisé : les taux d'autofinancement peuvent être élevés non pas parce

¹⁰ Il conviendrait aussi d'ajouter qu'un taux d'autofinancement macroéconomique proche de l'unité n'exonère pas certaines entreprises - les plus jeunes, les plus dynamiques - d'avoir de gros besoins de financements externes.

que les entreprises ont beaucoup d'épargne, mais aussi parce que les entreprises ont peu de projets d'investissement¹¹.

Si l'on regarde plus dans le détail les pays qui ont souffert de la dernière crise des dettes souveraines en Europe, et des purges d'austérité qui ont suivi, on remarque bien que la Grèce apparaît avec une épargne représentant 150% des dépenses d'investissement : cette situation désigne plus l'arrêt total de l'investissement que l'épargne abondante des entreprises grecques.

La situation grecque, dans ce qu'elle a d'extrême, a le mérite de suggérer l'intuition qui préside aujourd'hui au ralentissement de l'investissement un peu partout en Europe : si l'investissement est si faible, c'est notamment parce que la finance a des exigences élevées de retour sur investissement. Pourquoi l'État grec doit-il abandonner certains projets de développement de service public ? Parce qu'il doit d'abord penser à verser des intérêts aux créanciers. Pourquoi les entreprises européennes n'investissent-elles plus ? Parce qu'elles doivent considérer les rendements importants qui seront exigés par les créanciers également, que ce soit sous la forme d'intérêts ou de dividendes. C'est aussi bien sûr parce que la demande adressée aux entreprises est comprimée par une répartition qui ne suscite pas suffisamment de dépenses dans l'économie.

Plus globalement, quelques auteurs ont émis l'idée que les entreprises seraient arrivées dans une situation d'excès d'épargne (Gruber et Kamin, 2015 ; Behringer et van Treeck, 2013). Avec une répartition de la valeur ajoutée qui s'est déplacée en faveur des profits, les entreprises ont pu compter sur des ressources relativement abondantes. Certes, elles ont augmenté la distribution de ces profits en dividendes et en rachats d'actions, mais l'épargne des entreprises était plus confortable, au point que les dépenses d'investissement ne suffisaient plus pour l'épuiser dans certains pays. Dans ce cas, les entreprises deviennent des prêteurs nets.

À l'opposé de leur rôle macroéconomique traditionnel qui serait d'absorber l'épargne des autres secteurs institutionnels pour financer leurs dépenses d'investissement, les entreprises dégagent une capacité de financement qui devra trouver un besoin de financement dans les autres secteurs institutionnels : en toute logique comptable, si les entreprises réussissent à dégager cet excès d'épargne, c'est soit que les ménages se sont endettés plus, soit que le reste du monde s'est endetté plus, soit que les administrations publiques se sont endettées plus.

Les enchaînements diffèrent d'un pays à l'autre : en Allemagne, l'excès d'épargne des entreprises s'est accompagné d'un excédent commercial important¹² ; aux États-Unis, l'excès

¹¹ Ce sera notamment l'objet de la section 4 du chapitre 1.

¹² Le peu d'investissement des entreprises allemandes réduit la croissance économique, ce qui diminue les importations et alimente donc un excédent commercial. Bien évidemment, les causalités macroéconomiques sont plus complexes que cela, et l'excédent commercial allemand a aussi beaucoup à voir avec des

d'épargne des entreprises a été compensé indirectement par une bulle d'endettement des ménages, quand au Japon, c'est davantage l'État qui, par son déficit public, a fourni un débouché pour l'épargne des entreprises. Mais dans tous les cas, l'excès d'épargne des entreprises installe un régime macroéconomique dépressionnaire (Wolf, 2015) et participe ainsi à la sécularisation de la stagnation (Summers, 2014).

1.5. Mettre les revenus de la finance en rapport avec les financements accordés

Mais le niveau élevé des taux d'autofinancement partout en Europe doit nous amener à formuler la question de la manière la plus provocante possible : pourquoi les marchés financiers reçoivent-ils tant de revenus alors que leurs contributions au financement des entreprises est si faible ? La réponse provient bien sûr du pouvoir de la finance sur l'économie. Ce pouvoir, elle le retire de deux armes : la gouvernance d'entreprise et la liquidité des marchés (Auvray *et al.*, 2016).

La gouvernance d'entreprise est l'ensemble des règles qui figent la répartition des pouvoirs dans les entreprises. On pourrait l'assimiler à la constitution du pouvoir politique. Or, cette gouvernance est dite « actionnariale » : elle sanctuarise le pouvoir d'une des parties prenantes sur les autres. Si la finance peut recevoir beaucoup de revenus malgré le peu de financements qu'elle accorde, c'est simplement parce que c'est elle qui décide de l'orientation des entreprises. C'est notamment elle qui décide des dividendes à distribuer chaque année, les actionnaires votant en assemblée générale avec une démocratie particulière où une action vaut une voix – et non, une personne = une voix.

Mais, le pouvoir de la finance provient aussi de la liquidité des marchés. De la même manière que ce n'est pas forcément par l'exercice du droit de vote dans les urnes qu'on obtient le plus de pouvoir au niveau politique, ce n'est pas forcément la gouvernance d'entreprise qui consacre le plus la domination financière. La finance dispose d'une influence extrême sur la conduite des affaires des entreprises par l'entremise de la possibilité de partir à tout moment. Cette menace de la fuite – du capital de l'entreprise, ou plus globalement d'un pays – permet à la finance de se faire obéir – par les entreprises, mais aussi par les États. Dès l'origine, les marchés financiers ont été organisés sur le principe de la liquidité. La parfaite mobilité des capitaux en est la manifestation la plus concrète¹³.

Au-delà de l'indicateur du coût du capital, il peut désormais être tentant d'offrir au débat public un nouvel indicateur qui démontre l'ampleur de la rapacité financière. En mettant en rapport les revenus reçus par la finance et les financements octroyés par elle aux

performances à l'exportation qui génère notamment... un supplément de profit pour les entreprises de nature à renforcer l'excès de l'épargne sur l'investissement !

¹³ Gouvernance d'entreprise et liquidité des marchés étant désignés comme moyens principaux de la domination financière, c'est à cet endroit qu'il conviendrait d'agir si l'on souhaite inverser la tendance : en introduisant d'autres voix au chapitre dans la gouvernance d'entreprise pour contrecarrer la logique actionnariale ; en restreignant aussi la mobilité des capitaux et en rendant les marchés moins liquides.

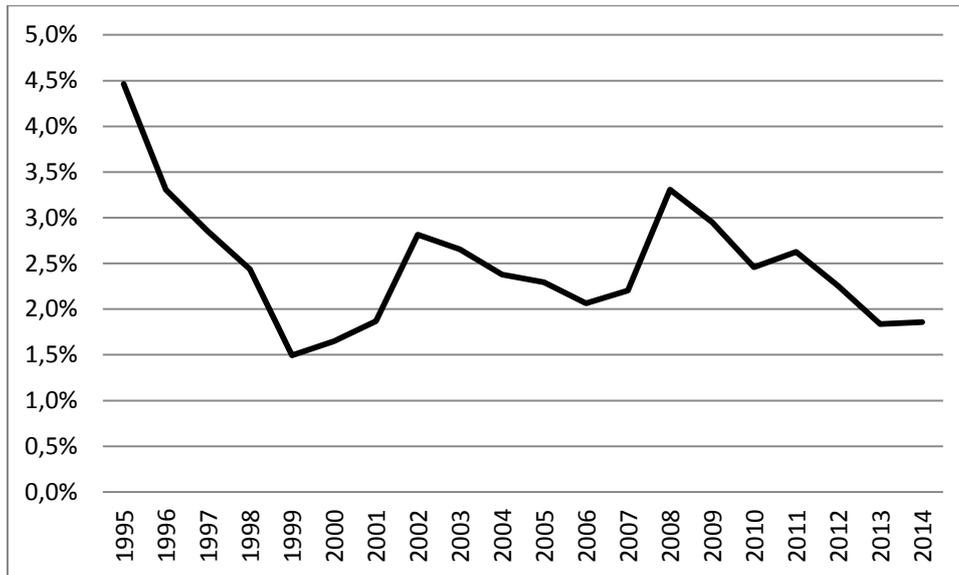
entreprises, on a une meilleure idée de la démesure financière. Epstein et Crotty (2013) s'étaient lancés dans un tel travail pour les États-Unis. Nous utiliserons ici un cadre très simplifié pour construire notre propre version de leur indicateur. Dans un premier temps, nous pouvons comparer les revenus distribués nets versés par les sociétés non financières aux émissions d'actions qu'elles ont consenties : entre 1996 et 2014, pour tout euro d'émissions d'actions, les sociétés non financières françaises ont dû verser 1,02 € en revenus distribués nets, alors que pour tout euro de prêts (bancaires et obligataires), elles ont eu à verser 0,53 € en intérêts nets.

Ces chiffres, interpellant pour quiconque pensait que la finance... finançait les entreprises, ne montrent pas encore l'ampleur du phénomène de prédation dont sont victimes les entreprises. En effet, les entreprises se servent aussi de leurs ressources pour acquérir des actions et des créances. Or, quand on raisonne en intérêts ou en dividendes nets distribués par les sociétés, on retranche des intérêts et dividendes versés les intérêts et dividendes reçus, et cela, nous le faisons pour ne pas surestimer les versements financiers. Mais, si nous raisonnons en nets sur les flux de revenus, nous devrions aussi raisonner en nets sur les flux de financements. Nous proposons donc ci-dessous de rapporter les flux de revenus destinés à la finance, non pas par rapport aux flux de financements reçus par les entreprises (émissions d'actions), mais aux flux de financements reçus des entreprises nets des acquisitions d'actifs financiers (acquisitions d'actions). En « consolidant » de la sorte, on regarde quelle est la somme que les entreprises versent aux actionnaires par rapport à la somme qu'elles reçoivent globalement d'eux : pour tout euro d'émissions d'actions nets des acquisitions d'actions effectuées par les sociétés non financières, ces dernières ont dû verser 12,62 € en revenus distribués nets, alors que pour les créanciers (prêts et obligations), le montant s'élève à 0,72 € d'intérêts nets versés pour chaque euro d'emprunts (bancaires et obligataires) reçus, nets des acquisitions de créances (crédits et obligations).

Ce que montrent ces ratios, c'est que la finance ne finance pas réellement les entreprises, mais qu'elles tirent plus de revenus d'elles qu'elle n'apporte de financements nouveaux.

Nous avons effectivement raisonné ci-dessus en flux de financements. Qu'en est-il si l'on compare les revenus versés à la finance aux différents stocks de passif des sociétés non financières ? Le résultat qu'on obtiendrait n'est plus un rapport entre deux flux, mais un rapport entre un flux de revenus et un stock de patrimoine : nous retombons ainsi sur un ratio de rentabilité. Les chiens de garde du capital produisent souvent un indicateur de ce type pour affirmer que la finance n'accapare pas de plus en plus de revenus. Le rendement des actions, calculé comme le rapport entre les revenus distribués nets et la valeur de marché des actions, affiche un profil extrêmement plat, pour ne pas dire décroissant en France ces dernières années.

Figure 22 : Rendement des actions, calculé comme les revenus distribués nets en % de la valeur de marché des actions des SNF, France, 1995-2014



Serait-ce alors à dire que les chiffres que nous citions précédemment sur le parasitisme de la finance sont faux et que les actionnaires sont réellement à plaindre ? Non, il s'avère que le rendement des actions que nous devons de calculer, ce qu'on appelle aussi le *dividend yield*, intègre un énorme biais qui lui donne ce profil moribond : la valeur du stock d'actions est calculée en valeur de marché. Cela signifie que si les marchés boursiers sont orientés à la hausse, le rendement affiché par cet indicateur sera lui poussé à la baisse : l'enrichissement de l'actionnaire par la plus-value potentielle donne lieu à une baisse du rendement calculé... ce qui légitimerait de verser plus de dividendes pour compenser cette baisse de rendement !

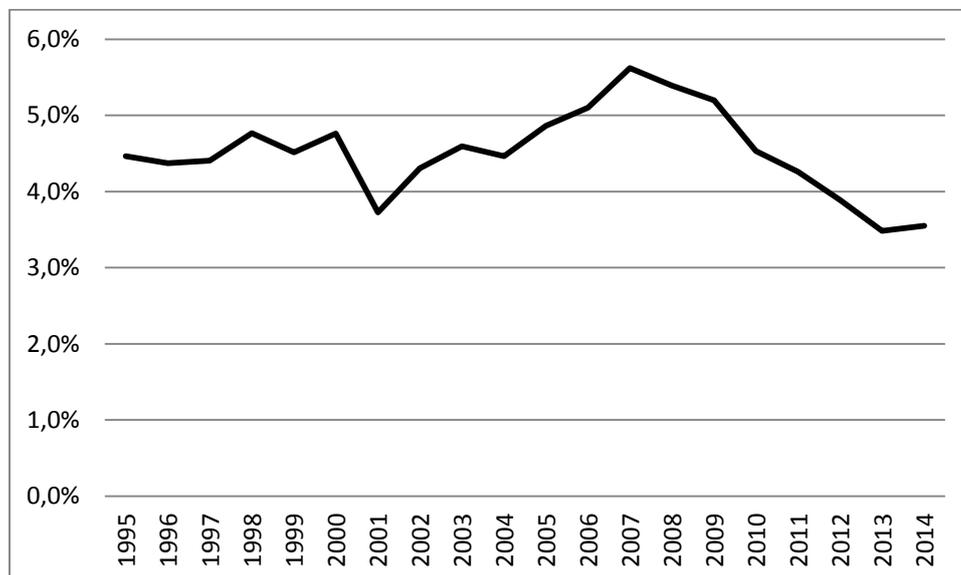
Il faut reconnaître que ce genre de calcul a ses raisons¹⁴. Il n'en demeure pas moins extrêmement trompeur pour quiconque privilégie le sort de l'entreprise à la misère supposée des actionnaires.

Pour sortir du point de vue actionnarial et adopter le point de vue de l'entreprise, nous devons essayer de reconstruire une estimation des actions en valeur historique. Pour cela, nous choisissons de prendre comme point de départ la valeur de marché des actions en début de période (1995) et de n'augmenter ce stock que de la valeur des émissions d'actions nouvelles de l'année 1995, et de continuer l'opération en ajoutant à chaque fois la valeur des émissions d'actions pour déterminer la valeur « historique » du stock d'actions émises

¹⁴ Une autre manière de comprendre cette revendication d'augmenter les dividendes malgré l'enrichissement provenant de l'appréciation du cours de Bourse est de penser aux « nouveaux » actionnaires qui viennent d'acheter leurs actions : ces derniers n'ont pas profité de l'appréciation du cours de Bourse et ils veulent bénéficier de dividendes importants pour atteindre un certain niveau de *dividend yield*. Or, la durée de détention des actions est devenue très courte sur les marchés boursiers : les nouveaux actionnaires sont donc souvent en position de réclamer des hausses de dividendes pour les accueillir, sans tenir compte du passé de l'entreprise...

année après année. En rapportant les revenus distribués nets à ces valeurs historiques des actions, on obtient le profil suivant.

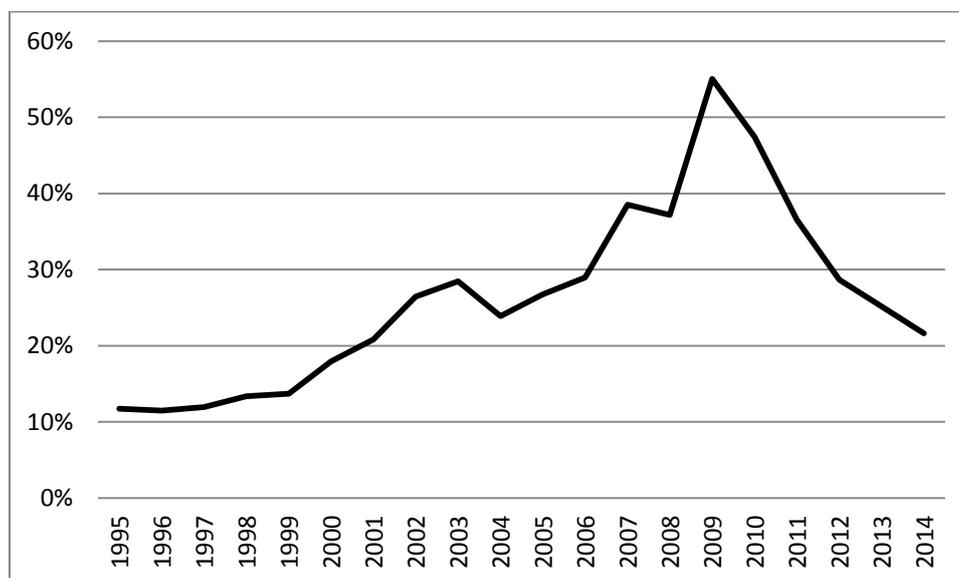
Figure 23 : Rendement « historique » des actions, calculé comme les revenus distribués nets en % de la valeur « historique » des actions des SNF, France, 1995-2014



Si on excepte la baisse qui intervient depuis la crise de 2008, baisse qui peut être imputée à la réévaluation des revenus distribués nets dans la nouvelle base 2010 de l'Insee, le profil du rendement est clairement croissant désormais. Ce que ce profil nous dit, c'est que les revenus distribués aux actionnaires continuent à augmenter, alors que les financements qu'ils apportent se raréfient.

Mais ce n'est pas tout. Comme nous venons de le mentionner, les entreprises détiennent aussi des actions à leur actif. Si on consolide les flux de dividendes en prenant les dividendes distribués nets des dividendes reçus, il convient de rapporter ces flux de revenus à un stock d'actions émises net des actions détenues. Si on conserve la même méthode pour estimer des valeurs historiques en lieu et place des valeurs de marché qui nous sont données par la Comptabilité nationale, nous obtenons les rendements des actions suivants.

Figure 24 : Rendement « consolidé » des actions, calculé comme les revenus distribués nets en % de la valeur « historique » des actions des SNF, diminuée de la valeur des actions détenues par les SNF, France, 1995-2014



Cet indicateur ne nous donne pas une mesure de la rentabilité pour l'actionnaire au sens traditionnel. Il est cependant intéressant au sens où il corrige le dénominateur traditionnel des indicateurs de rendement pour l'actionnaire du biais de la valeur de marché, et ce en augmentant la valeur du stock d'actions émises que des seuls financements apportés. Par ailleurs, il propose une nouvelle manière de traiter la consolidation souvent effectuée uniquement sur les flux de revenus, en l'appliquant également aux stocks, et de construire ainsi un stock de passif net des éléments d'actifs détenus.

2. Quelques enrichissements à l'indicateur de coût du capital

Dans notre première étude sur le coût du capital, nous avons proposé un indicateur simple pour mesurer le poids des revenus versés à la finance (intérêts réels nets et dividendes nets) par rapport aux dépenses d'investissement nécessaires pour les entreprises. Il s'agissait de rapporter le coût financier du capital (ce qu'il en coûte à l'entreprise de se fournir en financements auprès des actionnaires et des prêteurs) au coût économique du capital (ce qu'il en coûte à l'entreprise d'entretenir son stock de capital productif). Mais nous avons laissé de côté différents points annexes. Les ajouts que nous proposons ici ne modifient pas le dénominateur du ratio : nous rapporterons toujours le coût financier du capital à son coût économique, c'est-à-dire à la FBCF. Ce que nous allons modifier à la marge se situe au numérateur. Nous pouvons en effet modifier le coût financier du capital pour y inclure trois éléments qui avaient été précédemment négligés : les SIFIM, les rachats d'actions et les acquisitions d'actions par les sociétés non financières¹⁵.

¹⁵ Les salaires des grands patrons pourraient aussi prétendre à intégrer notre indicateur de coût du capital, tant l'envolée des sommes en jeu indique qu'il s'agit bien de l'extraction d'une rente à dimension financière, mais nous n'explorerons pas cette thématique ici.

2.1. Le traitement des SIFIM

Les SIFIM (services d'intermédiation financière indirectement mesurés) constituent une réelle complication pour les personnes intéressées par la Comptabilité nationale¹⁶. Dans ses définitions, l'Insee nous dit sur son site qu'ils « représentent la part des services rendus par les intermédiaires financiers qui n'est pas facturée à la clientèle. Pour ces services, les intermédiaires financiers se rémunèrent en prenant une marge de taux d'intérêt sur les dépôts de leurs clients et sur les prêts (crédits) qu'ils leur accordent ». L'Insee nous dit ensuite que les intermédiaires financiers se rémunèrent aussi sous la forme de commissions, de frais de tenue de compte... services qui sont, eux, directement facturés aux clients. Mais, quand on prend une perspective macroéconomique comme la nôtre, le cœur du métier d'intermédiaires financiers est justement de faire du profit, non pas uniquement par les commissions et frais divers, mais en dégagant une marge de taux d'intérêt entre leurs intérêts reçus et leurs intérêts versés. C'est même principalement cette différence qui nourrit ce qu'on appelle le produit net bancaire, l'équivalent du chiffre d'affaires des banques. Si l'on cherche à mettre en évidence les revenus reçus par la finance sur le dos de l'entreprise, il convient bien sûr de prendre en compte cette marge d'intermédiation qui est captée par les institutions financières. Or, dans la Comptabilité nationale, les séries par défaut d'intérêts, reçus ou versés par les entreprises, excluaient ces marges d'intermédiation. Pour les prendre en compte, nous devons réévaluer à la hausse les intérêts versés par les sociétés non financières, mais nous devons aussi réévaluer à la baisse les intérêts reçus par elles. Bien évidemment, cette incorporation des SIFIM comme un coût explicitement supporté par les sociétés non financières renchérit le prix du financement de ces dernières, là où les séries par défaut de l'Insee tendent à minorer ce coût en diminuant les intérêts versés et en augmentant les intérêts reçus par les sociétés non financières pour neutraliser la marge d'intermédiation des institutions financières, sous prétexte que cette marge n'est pas directement facturée à leurs clientes.

Si nous ne contestons pas l'utilité des SIFIM pour construire une Comptabilité nationale cohérente, nous avons besoin ici de les réinjecter dans les comptes des sociétés non financières, car nous souhaitons obtenir la mesure la plus précise possible du coût supporté par les entreprises pour se financer. Or, ce sont bien les entreprises qui paient la marge d'intermédiation contenue dans les SIFIM.

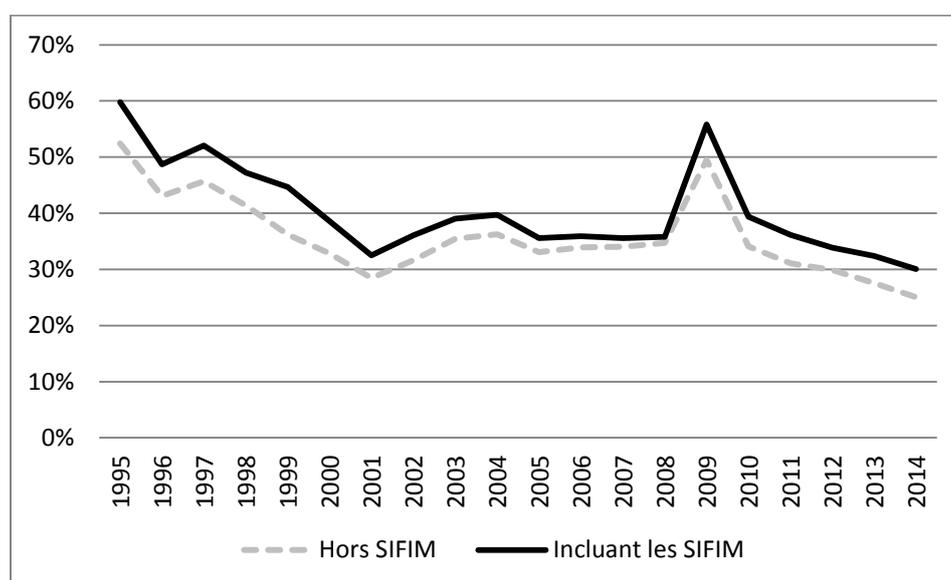
Nous recalculons donc ci-dessous les indicateurs de coût du capital en ne prenant pas les montants d'intérêts nets de SIFIM comme précédemment, mais en prenant les séries

¹⁶ C'est plus globalement la question de la mesure de la « production » du secteur financier qui pose problème en Comptabilité nationale. Ainsi, Assa (2016) montre que si on n'élimine la production du secteur financier du calcul du Produit Intérieur Brut et qu'on considère la « production » de la finance davantage comme un coût, certains paradoxes récents concernant les reprises sans emploi disparaissent : alors que les évolutions du PIB et de l'emploi s'étaient dé-corrélées ces dernières années aux États-Unis, l'évolution du PIB corrigé de la production du secteur financier suit l'évolution de l'emploi. Les rebonds de PIB dans la Comptabilité nationale peuvent donc parfois s'assimiler à des rebonds de la seule finance, sans que l'économie réelle ne redémarre, ce qui justifie l'atonie de l'emploi.

d'intérêts incluant les SIFIM. Nous ne sommes malheureusement pas en mesure de fournir une réévaluation complète de notre indicateur sur l'ensemble de la période, les données n'étant disponibles, sur le site de l'OCDE¹⁷, que depuis 1995 pour les intérêts incluant les SIFIM.

Pour la France, les intérêts reçus incluant les SIFIM sont en moyenne 9% plus faibles sur la période 1995-2014 que les intérêts reçus hors SIFIM. Du côté des intérêts versés, ils sont rehaussés de 14% par rapport aux intérêts hors SIFIM. Quand on prend en compte à la fois la baisse des intérêts reçus et la hausse des intérêts versés, nous avons des intérêts nominaux nets versés qui sont désormais plus élevés de 43% en moyenne. Au bout du compte, entre l'ancien coût du capital (évalué comme la somme des intérêts réels nets et des revenus distribués nets rapportée à la FBCF) et le nouveau coût du capital (intégrant les SIFIM dans les séries d'intérêts), nous obtenons une différence de niveau, mais pas d'évolution.

Figure 25 : Coût du capital des SNF avec et sans les SIFIM, en % de la FBCF, France, 1995-2014



Cette intégration des SIFIM dans les montants d'intérêts nets versés des sociétés non financières est d'autant plus nécessaire que nous avons cherché à établir dans le premier rapport sur le coût du capital un surcoût du capital. À l'époque, nous avons en effet pris en compte une sorte de coût justifié du capital financier qui correspondait à une évaluation des services économiques rendus par la finance (fixée à 2% du stock d'actifs fixes des sociétés non financières). D'une certaine manière, en procédant comme nous le faisons, nous enlevons deux fois ce service économique rendu par la finance : une fois du fait de notre déduction du coût justifié du total du coût du capital ; une seconde fois, en ne prenant que

¹⁷ Sur le site de l'OCDE, les comptes nationaux des secteurs institutionnels permettent de retrouver le montant des intérêts totaux (versés ou reçus) par les sociétés non financières, et donc d'en déduire le montant des SIFIM en comparant ces séries aux données précisant les montants d'intérêts (versés et reçus) hors SIFIM. Par exemple, il suffit de faire la différence entre la série NFINTR (incluant les SIFIM) et la série NFD41R (hors SIFIM) pour obtenir le montant des SIFIM dans le calcul des intérêts reçus. Le même travail est à faire pour les intérêts versés.

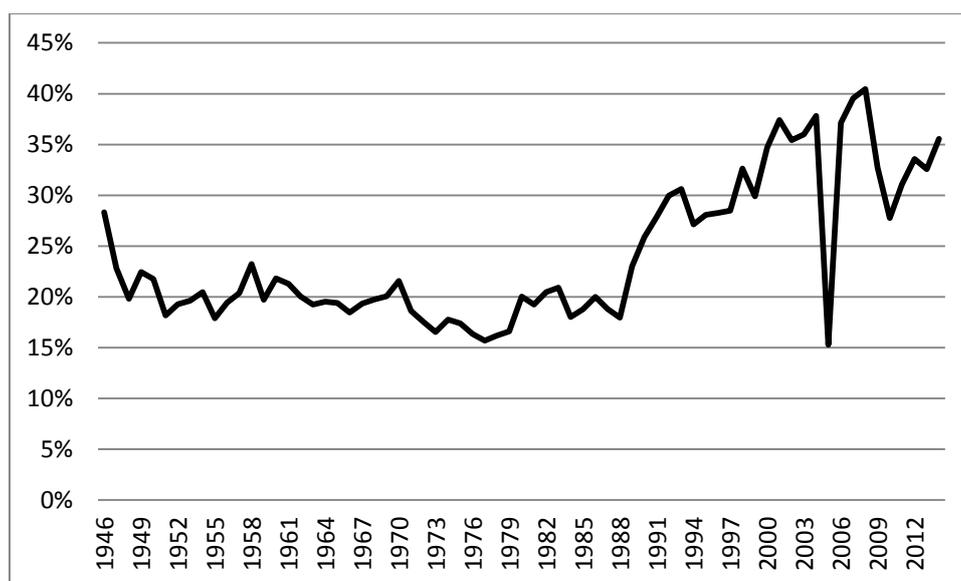
les intérêts déjà déduits des SIFIM. Le surcoût du capital du premier rapport devrait donc être légèrement réévalué à la hausse avec la prise en compte des intérêts incluant les SIFIM plutôt que des intérêts hors SIFIM.

2.2. L'importance des rachats d'actions

La deuxième modification à notre indicateur de coût du capital tel qu'il était construit dans le premier rapport serait de tenir compte des rachats d'actions. Une manière de rendre du cash aux actionnaires très populaire aux États-Unis est de racheter les actions de sa propre entreprise, plutôt que de distribuer des dividendes.

En rachetant ses propres actions, une entreprise réduit le nombre de ses titres en circulation, ce qui permet de faire monter les cours de Bourse, la masse des profits à distribuer devant être répartie en moins de parts¹⁸. Les rachats d'actions sont d'autant plus plébiscités par les actionnaires américains que la fiscalité sur les plus-values est plus faible que celle sur les revenus. Grâce aux chiffres du Federal Reserve Board¹⁹, on peut tracer les évolutions américaines depuis 1946.

Figure 26 : Dividendes nets distribués par les SNF, en % de l'ENE, États-Unis, 1946-2014

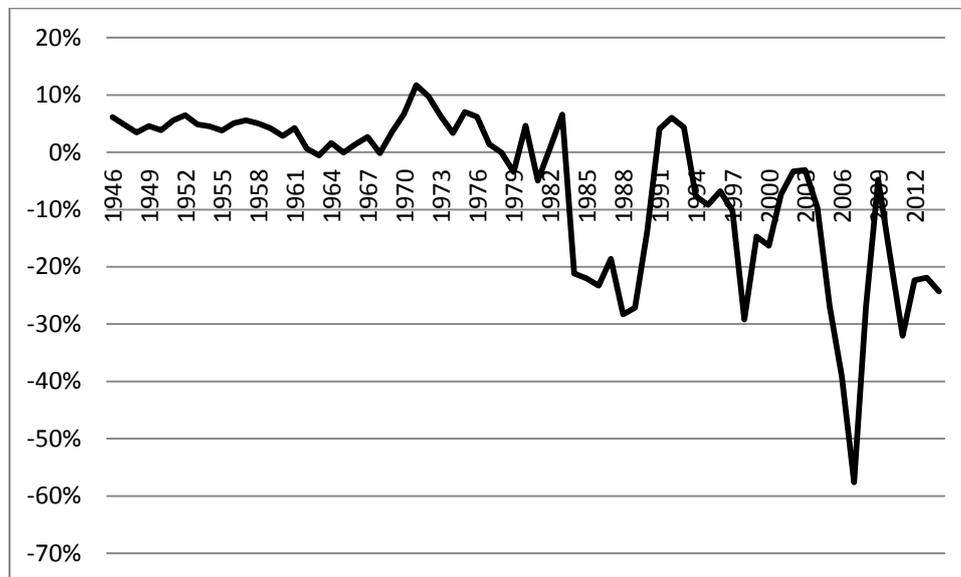


¹⁸ La montée des cours de Bourse suite à une opération de rachats d'actions n'est pas uniquement un phénomène mécanique qui tiendrait à l'application d'une formule naïve de Gordon-Shapiro (le rachat d'actions aboutit à une baisse du nombre d'actions en circulation, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, diminue la capitalisation boursière, et nécessite donc une hausse du cours de Bourse pour maintenir la capitalisation boursière en lien avec les perspectives de profit). Les rachats d'actions sont surtout un moyen pour que l'entreprise signale aux marchés financiers qu'elle est disposée à suivre les injonctions de la gouvernance actionariale, et ainsi attirer les actionnaires vers une entreprise dont ils savent qu'elle se soumet à leur pouvoir...

¹⁹ Calculs par nos soins à partir du FRB Z1, tableau S.5.a.

Jusque dans les années 1980, les dividendes nets représentaient environ 20% de l'excédent net d'exploitation des sociétés non financières américaines, mais ils représentent désormais entre 30 et 35% de l'ENE. Mais, plus que cette évolution des dividendes, c'est l'évolution des émissions nettes d'actions qui surprend.

Figure 27: Émissions nettes d'actions par les SNF, en % de l'ENE, États-Unis, 1946-2014



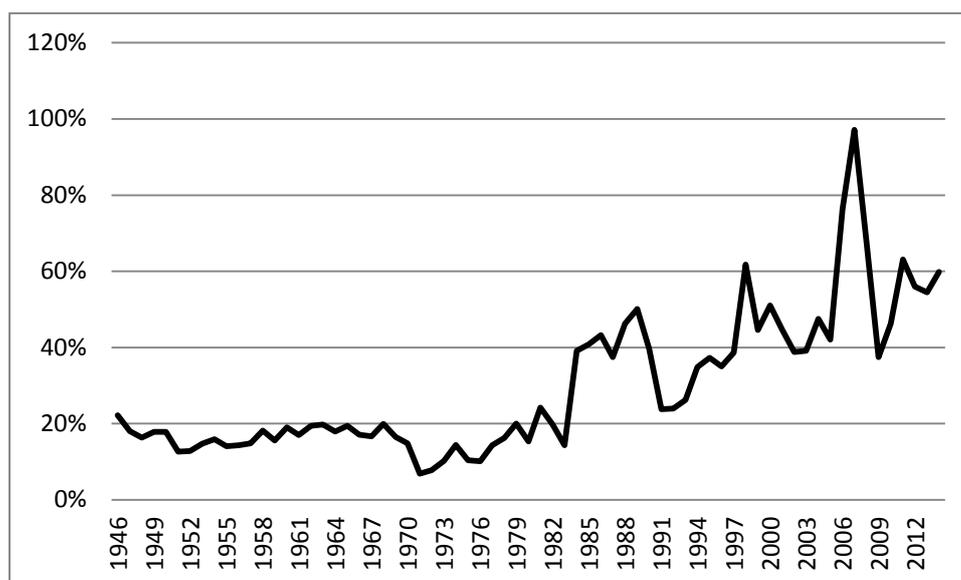
Il s'agit bien ici des émissions nettes d'actions, c'est-à-dire des émissions brutes de nouvelles actions desquelles on a enlevé les rachats d'actions. Or, on constate que les émissions nettes d'actions sont très largement négatives depuis le début des années 1980 aux États-Unis. Cela signifie que les marchés boursiers reçoivent plus de rachats d'actions qu'ils ne contribuent aux financements des sociétés non financières américaines.

Les proportions prises par ces rachats d'actions sont considérables, puisque les rachats nets²⁰ représentent 15% de l'ENE en moyenne entre 1980 et 2014²¹. Si on additionne les dividendes nets versés par les sociétés non financières et les rachats nets, on obtient un indicateur qui nous livre les paiements totaux offerts aux actionnaires. Son évolution superpose donc à la fois l'envol des dividendes et l'explosion des rachats d'actions.

²⁰ Nous prenons l'opposé des émissions nettes, c'est-à-dire les rachats d'actions diminués des émissions de nouvelles actions, faute de pouvoir reposer sur des séries de rachats d'actions brutes. Comme nous ne disposons ici que des rachats nets, il faut bien comprendre que les opérations de rachat d'actions sont encore plus importantes...

²¹ Les moyennes temporelles dissimulent parfois la violence de certains chiffres : pour la seule année 2005, Brennan (2016a) estime que les 100 plus grosses entreprises américaines ont dépensé plus en rachats d'actions qu'en investissements productifs.

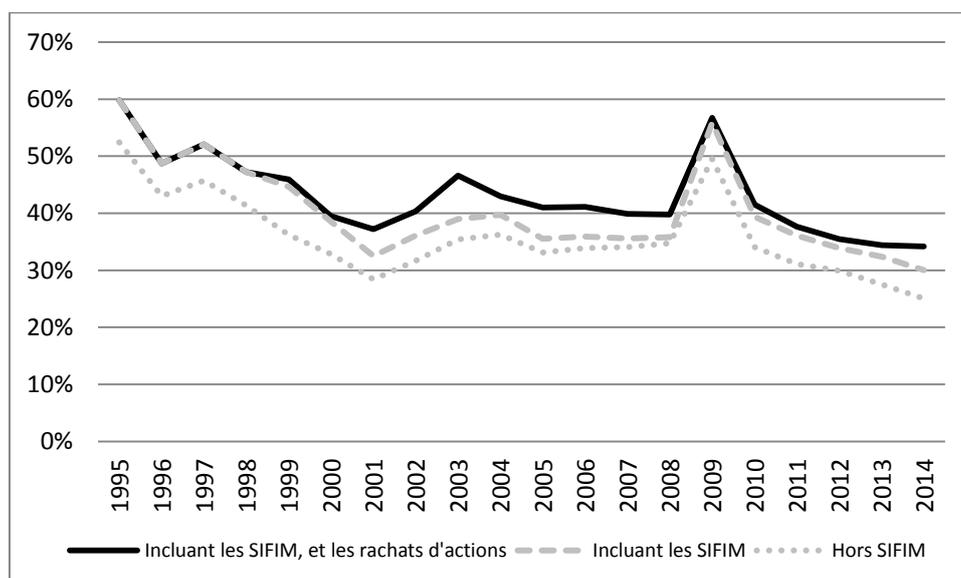
Figure 28 : Paiements totaux aux actionnaires par les SNF, en % de l'ENE, États-Unis, 1946-2014



Au bout du compte, les paiements destinés aux actionnaires, sous la forme de dividendes nets et de rachats d'actions, ont triplé entre les Trente glorieuses et aujourd'hui aux États-Unis.

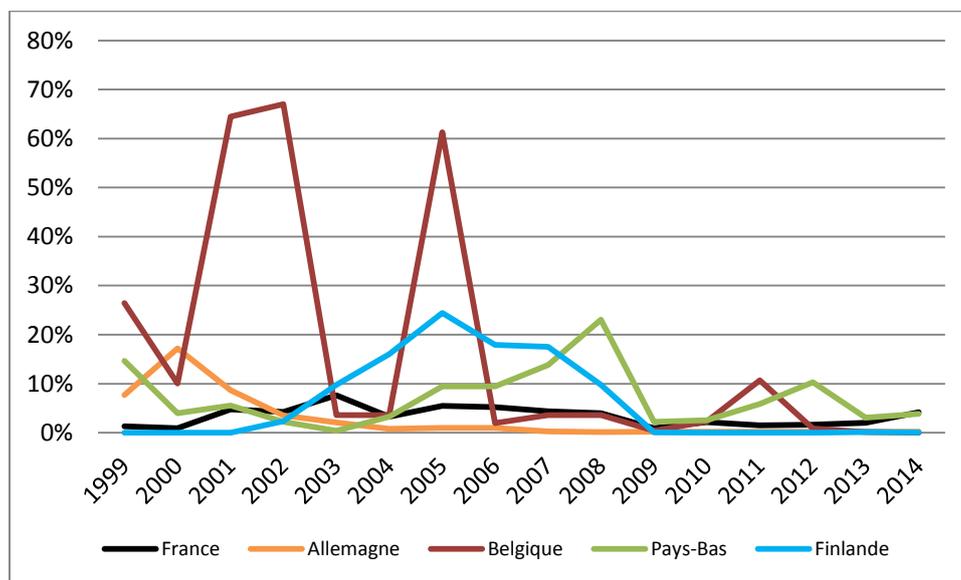
Pour les cas européens, nous manquons malheureusement de données temporelles aussi généreuses sur les émissions nettes d'actions, disponibles seulement depuis 1995 sur Eurostat. Mais nous disposons par contre, grâce aux données de la Banque centrale européenne, d'un accès aux rachats d'actions bruts depuis 1999. Nous pouvons donc construire un indicateur augmenté du coût du capital où celui-ci devient la somme des intérêts réels nets (incluant les SIFIM), des dividendes nets et des rachats d'actions, le tout rapporté à la FCBF.

Figure 29 : Coût du capital incluant les rachats d'actions, en % de la FBCF, France, 1995-2014



À nouveau, ce coût du capital est légèrement supérieur au précédent. Pour le cas français, les rachats d'actions ne sont pas une pratique aussi répandue qu'aux États-Unis. En moyenne, ils ne représentent que 3,3% de la FBCF sur la période 1999-2014. Les entreprises belges, néerlandaises ou finlandaises ont eu davantage recours à cette pratique au début des années 2000.

Figure 30 : Rachats d'actions des SNF des pays européens, en % de la FBCF, 1999-2014



Si l'on en croit les chiffres de la BCE, la pratique des rachats d'actions a quasiment disparu en Europe. Il ne faut cependant pas négliger les montants que cela représente en milliards d'euros : sur la période 1999-2015, ce sont ainsi 115 milliards d'euros en France et 116 milliards d'euros en Allemagne qui sont partis en rachats d'actions au total...

Pour conclure sur la question des rachats d'actions, ajoutons qu'ils ne sont pas nécessairement néfastes à chaque fois. Le rachat d'actions, s'il s'accompagne d'un endettement équivalent, permet de modifier la structure du passif de l'entreprise, et cela peut s'avérer payant pour le financement de l'entreprise : en fonction des conditions monétaires en vigueur, elle pourrait en effet se retrouver à payer moins en intérêts que ce qu'elle versait auparavant à ses actionnaires. Cette opération peut même s'avérer encore plus rentable si on garde à l'esprit que les intérêts d'emprunt sont souvent déductibles des impôts...

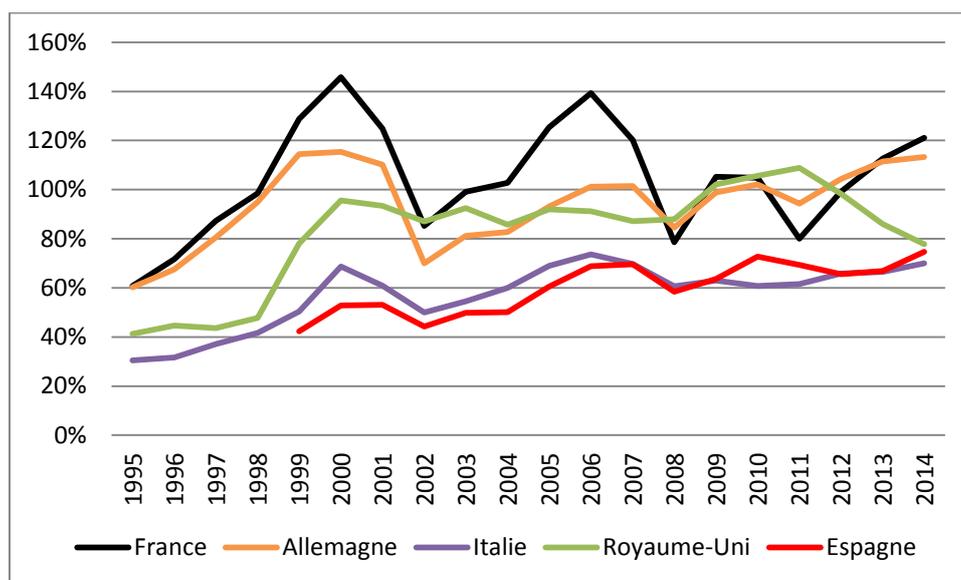
2.3. De l'accumulation productive à l'accumulation financière : perversion du rôle des entreprises non financières versus mondialisation ?

Après l'ajout des SIFIM et des rachats d'actions, la dernière réflexion que l'on peut mener concerne l'acquisition d'actions par les sociétés non financières. Dans une certaine mesure, il serait possible de voir cette pratique comme un détournement de la vocation initiale des entreprises non financières qui est de produire des biens et des services non financiers, et non d'accumuler des actifs financiers. Tori et Onaran (2017) produisent des preuves

empiriques selon lesquelles l'accumulation d'actifs financiers se fait au détriment de l'investissement productif, les profits d'exploitation tenant difficilement la comparaison avec les revenus reçus grâce à ces actifs financiers²². Mais, avec cette pratique, nous entrons à nouveau dans un domaine où la Comptabilité nationale rencontre ses limites. Derrière les actions détenues par les sociétés non financières, il peut aussi se cacher des prises de participation dans des filiales situées à l'étranger. L'accumulation d'actifs financiers deviendrait alors la trace de la globalisation, plus que de la financiarisation, des entreprises nationales (Fiebiger, 2016). Avant de discuter ce point, essayons déjà de mesurer l'ampleur du phénomène en regardant le poids de la détention d'actions à l'actif des sociétés non financières.

Les données d'Eurostat permettent de remarquer une certaine tendance à l'augmentation de ces détentions d'actions, et ce malgré les variations importantes liées aux soubresauts des marchés boursiers²³. Mais, au-delà des évolutions, c'est le caractère massif du phénomène qui interpelle : les sociétés non financières françaises détiennent des actions à hauteur de plus de 120% de leur valeur ajoutée brute.

Figure 31 : Actions détenues par les SNF des grands pays européens, en % de la VAB, 1995-2014

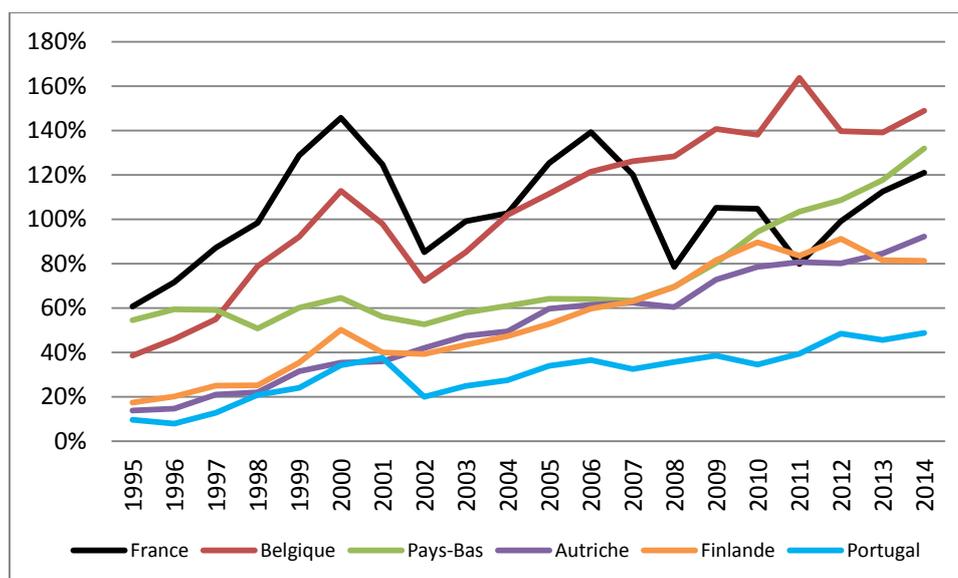


Les autres pays européens ne sont pas en reste, puisque là aussi les entreprises détiennent des portefeuilles d'actions bien épais, notamment pour les entreprises belges ou néerlandaises.

²² Les analyses économétriques sur données d'entreprise de Tori et Onaran (2017) corroborent également la thèse selon laquelle les dividendes élevés à distribuer par les sociétés non financières pèsent négativement sur leur propension à investir.

²³ Rappelons qu'il s'agit d'une comptabilité des actions à leur valeur de marché.

Figure 32 : Actions détenues par les SNF des pays européens de taille intermédiaire, en % de la VAB, 1995-2014



Il est à noter que ces comptes sont consolidés au sens de la Comptabilité nationale. Ce point a son importance, car la détention d'actions ici apparente ne relève donc pas d'une logique de relations filiales/maisons mères internes au secteur institutionnel des sociétés non financières nationales. Si une entreprise française détient une autre entreprise française, cette détention d'actions ne serait pas reprise dans les statistiques ci-dessus²⁴. Ces dernières reflètent donc la détention d'actions d'une entreprise étrangère et/ou d'une société financière nationale par une société non financière française. L'envol des détentions d'actions pourrait être ainsi le signe d'une plus grande interconnexion des participations entre entreprises européennes (des entreprises françaises détenant des participations dans des entreprises allemandes, ou inversement)²⁵, ou d'une plus grande proximité entre les sociétés non financières et les sociétés financières, mais dans un sens original²⁶ (des entreprises non financières qui détiennent des participations dans des sociétés financières),

²⁴ La détention d'actions internes au secteur institutionnel des sociétés non financières françaises est très importante : si on retient les comptes non consolidés, la détention d'actions passerait à 327% de la valeur ajoutée brute en 2014, contre « seulement » 121% dans les comptes consolidés. Les sociétés non financières françaises détiennent donc des actions d'autres sociétés non financières françaises pour l'équivalent de deux fois leur valeur ajoutée. Ces données de comptes non consolidés sont toutefois à prendre avec précaution, car certains pays ne les produisent tout simplement pas (Allemagne), quand d'autres révèlent des différences entre comptes consolidés et non consolidés difficilement concevables...

²⁵ Bien évidemment, nous pouvons aussi l'entendre dans une vision mondiale : une société non financière détenant des actions d'une société américaine ou indienne... Nous soulignons seulement ici le caractère européen des détentions d'actions pour envisager la possibilité que le processus européen ait réussi à unifier les marchés de capitaux au point d'expliquer cette tendance à la détention croissante d'actions par les sociétés non-financières.

²⁶ Historiquement, ce sont plutôt les sociétés financières qui prennent des participations dans les entreprises non financières. Ainsi, on parlait dans les années 1990 du cœur financier du capitalisme français en désignant les participations de BNP, AXA ou la Société Générale au capital des grandes entreprises du CAC 40. De même, l'Allemagne a longtemps conservé ces liens étroits entre l'industrie et la finance.

ou enfin de la création de filiales à l'étranger dans le cadre de pratiques d'optimisation fiscale²⁷.

Autre explication potentielle : la frontière entre sociétés non financières et sociétés financières se serait estompée, avec des sociétés non financières ayant créé des filiales financières pour bénéficier des rendements des activités financières.

Entre toutes ces hypothèses, le problème est que nous ne pouvons pas trancher avec certitude : toutes doivent jouer un rôle, mais il n'est pas possible dans l'état actuel de nos connaissances d'avancer une hiérarchie dans le potentiel d'explication de ces différentes hypothèses. Ces détentions d'actions peuvent donc bien relever soit d'une internationalisation de la logique productive (création d'une filiale à l'étranger avec localisation des investissements productifs à l'étranger plutôt qu'en France), soit d'une financiarisation de l'activité des entreprises (accumulation de placements financiers plutôt qu'investissements productifs en France).

Ne pouvant faire la part des choses entre les détentions d'actions correspondant à des investissements productifs réalisés à l'étranger et la détention d'actions s'assimilant à une logique de placement d'un portefeuille financier²⁸, nous choisissons arbitrairement de considérer la moitié des acquisitions d'actions annuelles comme du portefeuille financier²⁹, et nous l'intégrons donc au numérateur comme supplément au coût du capital. L'idée est d'affirmer que les placements financiers sont une alternative à la logique de l'investissement productif, et que, à ce titre, ils méritent de figurer comme une charge qui empêche les entreprises non financières d'investir.

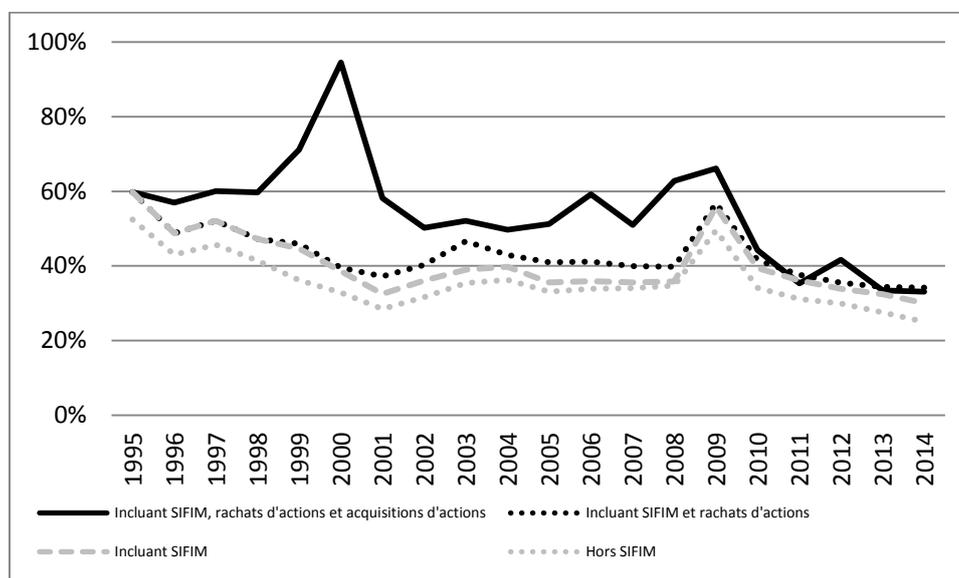
²⁷ La création d'une filiale dans un paradis fiscal permet d'y localiser ses profits en jouant sur les prix de transfert, ce qui permet d'échapper à l'impôt sur les sociétés. Dans le droit français, il existe un dispositif qui exonère les remontées de dividendes d'une filiale vers sa maison-mère, si cette dernière détient plus de 5% du capital de la société fille. Alors que jusqu'ici, sociétés mère et fille devaient toutes les deux être françaises pour bénéficier de cette exonération, la Commission européenne a poussé la France à modifier très récemment ce dispositif pour l'élargir à toutes les entreprises communautaires : ainsi, une remontée de dividendes d'une filiale luxembourgeoise ou irlandaise vers une maison-mère française ne sera plus assujettie à l'impôt sur les sociétés, car on considère qu'il a déjà été acquitté dans le pays de la société-fille. Quand on connaît les taux d'imposition de certains « partenaires » européens, nul doute que les sociétés françaises ne tarderont pas à se saisir de cet outil pour pousser encore plus loin leurs stratégies d'échappement à l'impôt...

²⁸ Les critères de la Comptabilité nationale sont relativement arbitraires concernant ce point précis : il est de coutume de considérer qu'une prise de participation de moins de 10% du capital d'une entreprise relève du placement financier, quand une prise de participation de plus de 10% du capital constitue un investissement direct à l'étranger (dans une perspective productive donc).

²⁹ Nous assumons le caractère arbitraire de notre hypothèse. Mais, en regardant les chiffres de la balance des paiements, nous pouvons observer que, en moyenne, les investissements financiers pour l'ensemble de l'économie française représentent 44,7% de la somme des investissements financiers et des investissements directs à l'étranger sur la période 1995-2013. Au-delà de cette proximité heureuse d'une moyenne établie sur des valeurs annuelles très instables, par ailleurs calculées pour l'ensemble de l'économie et non les seules sociétés non financières, nous fondons davantage notre arbitrage du 50% sur le bon vieux « pile ou face » des deux membres de l'alternative s'offrant à nous (investissements financiers ou IDE)...

Notre indicateur de coût du capital reprend donc désormais au numérateur la somme des intérêts réels nets (incluant les SIFIM), les dividendes nets, les rachats d'actions et la moitié des acquisitions d'actions dans la période, le dénominateur restant lui inchangé (la FBCF).

Figure 33 : Coût du capital incluant les acquisitions d'actions par les SNF, en % de la FBCF, France, 1995-2014



Cette nouvelle modification ne bouleverse pas le profil du coût du capital pour les sociétés non financières françaises. Le niveau s'accroît, mais surtout durant la décennie 2000 où les entreprises ont pratiqué de nombreuses acquisitions d'actions.

De toutes nos modifications d'indicateurs, cette dernière est la plus fragile : si nous avons de très bonnes raisons d'intégrer les SIFIM et les rachats d'actions, l'ajout de la moitié des acquisitions d'actions est plus discutable. Comme nous l'avons évoqué, nous ne pouvons malheureusement pas obtenir de mesures précises des investissements réellement financiers opérés par les sociétés non financières. Il s'agit donc ici d'une piste de recherche à continuer à explorer.

Cela serait d'autant plus utile à défricher que les acquisitions d'actions peuvent aussi dissimuler des opérations de fusions/acquisitions, dont les conséquences macroéconomiques peuvent s'avérer extrêmement dommageables : non seulement les fusions/acquisitions s'accompagnent souvent de licenciements pour bénéficier à plein des fameuses synergies liées au regroupement, mais il s'agit au plan macroéconomique d'une concentration du capital, et non d'une accumulation de capital productif. L'entreprise qui préfère acheter un concurrent plutôt que d'augmenter sa capacité de production par l'investissement productif prive l'économie d'un relais de croissance à court terme, mais la

hausse de sa part de marché est aussi susceptible à plus long terme de rogner davantage encore le pouvoir de négociation des consommateurs³⁰.

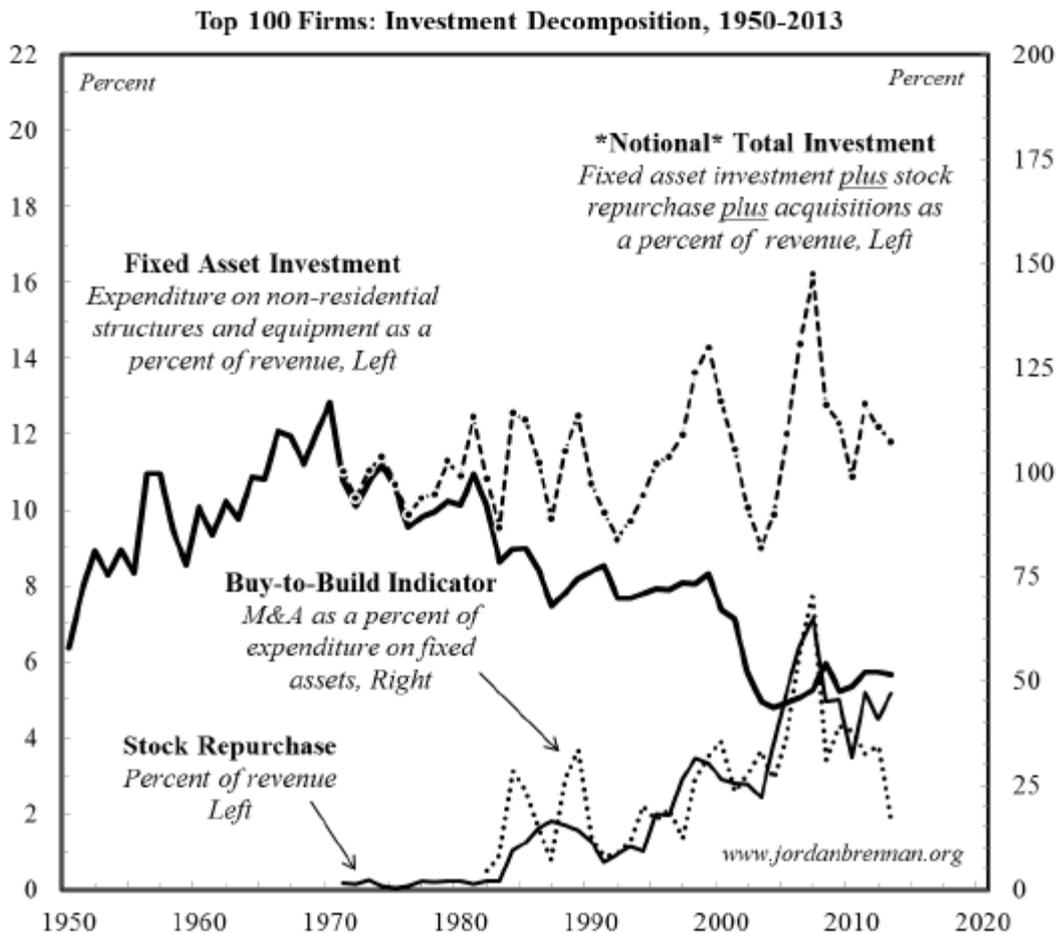
De très nombreuses opérations de fusions/acquisitions ont eu lieu ces vingt dernières années, notamment aux États-Unis : selon Brennan (2016b), alors que ces opérations représentaient en moyenne 19% des dépenses d'investissements productifs sur la période 1895-1980, elles comptent pour 52% de la FBCF sur la période 1980-2013, et même 75% sur la période 1993-2013. Jordan Brennan montre également que le degré de concentration, mesuré par la part de marchés des 100 plus grosses firmes américaines, réplique à la quasi-perfection l'évolution du poids de ces fusions/acquisitions. Toujours selon Brennan (2016b), la part des profits suit également le même mouvement. Plus les fusions/acquisitions sont nombreuses, plus la concentration s'élève et plus la part des profits augmente. Mais, ce n'est pas tout : Brennan (2016a) montre également que les rachats d'actions épousent la même tendance que ces trois variables pour les 100 plus grosses entreprises américaines. Sa conclusion est limpide : les entreprises ont arrêté d'investir, et ont utilisé leurs ressources pour distribuer des dividendes, procéder à des rachats d'actions et organiser des opérations de fusions/acquisitions, alimentant ainsi la montée des inégalités³¹.

Dans un exercice proche de celui que nous mènerons dans le chapitre 3, Brennan (2016a) propose un scénario rétrodictif pour décrire quelle aurait été la dynamique de l'investissement pour les 100 plus grosses entreprises américaines, si ces dernières avaient utilisé pour l'investissement productif les ressources qu'elles ont consacrées aux rachats d'actions et aux fusions/acquisitions. Le profil de cet investissement « notionnel » n'aurait alors pas connu de ralentissement depuis les années 1980, à l'inverse de ce qu'il s'est produit en réalité (Brennan, 2016a, figure 4, p. 13).

³⁰ Bien évidemment, nous pouvons aussi l'entendre dans une vision mondiale : une société non financière détenant des actions d'une société américaine ou indienne... Nous soulignons seulement ici le caractère européen des détentions d'actions pour envisager la possibilité que le processus européen ait réussi à unifier les marchés de capitaux au point d'expliquer cette tendance à la détention croissante d'actions par les sociétés non financières.

³¹ Parce que les plus riches sont ceux qui détiennent les actions, ils vont doublement bénéficier des ces évolutions : l'augmentation des cours de Bourse va valoriser leur patrimoine ; les versements de dividendes vont grossir leurs rémunérations. Sans compter que les salaires des grands patrons dépendent essentiellement de la taille des entreprises qu'ils dirigent, et que ces dernières vont grossir sous l'effet des fusions/acquisitions.

Figure 34 : FBCF, rachats d'actions et acquisitions des SNF, en % du revenu, États-Unis, 1950-2013



Dans une vision beaucoup plus standard, Paul Krugman (2016) s'est récemment inquiété de cette dérive des opérations de fusions/acquisitions qui limitent l'intensité de la concurrence, en faisant ainsi peser sur l'économie une raison supplémentaire de stagner, du fait de l'augmentation de la part des profits dans la valeur ajoutée qu'elle engendrerait³². Avec des entreprises de plus en plus en grosses, la masse des profits ne représente plus le résultat d'un investissement productif, mais l'extraction d'une rente de monopole conduisant à une situation que Krugman juge paradoxale : alors que les entreprises américaines n'ont jamais eu d'aussi bonnes conditions de financement (profits élevés, taux d'intérêt très bas, marchés boursiers élevés), elles n'investissent plus pour augmenter leurs capacités de production ou améliorer la qualité des biens et services, mais elles se contentent de prélever les revenus de consommateurs captifs. Nous en revenons donc bien à la question centrale qui nous anime : celle de la rente, de la capacité à recevoir un revenu sans que cela corresponde à un service économique rendu.

Après avoir détaillé dans cette section comment le coût du capital, sous ses diverses formes, a évolué pour freiner l'investissement productif des entreprises, nous regarderons dans la

³² *The Economist* (2016) considère également que les profits sont trop importants, qu'ils deviennent « *too much of a good thing* »...

prochaine section comment la puissance publique, en essayant de soutenir les entreprises, a paradoxalement contribué à rendre les entreprises dépendantes de toujours plus de mesures de soutien à l'investissement.

3. Des entreprises assistées : la dépendance aux exonérations de charge dans la décision d'investissement

S'il est un domaine dans lequel les gouvernements successifs n'ont pas chômé, c'est bien celui de la production de dispositifs d'aides aux entreprises. Une âme charitable serait rapidement débordée par l'énumération de l'ensemble des dispositifs existants. Un rapport du Conseil des prélèvements obligatoires de la Cour des comptes en dénombrait 293 pour l'année 2010, tout en s'interrogeant fortement sur leur efficacité (CPO, 2010). Étrangement, nulle revendication ici du patronat de réaliser un choc de simplification... Il faut dire que ces dispositifs d'aides aux entreprises peuvent rapporter gros. Parmi l'ensemble des aides, ce que l'administration publique appelle les dépenses fiscales figure en bonne place. Il s'agit de réductions des prélèvements obligatoires décidées pour favoriser l'activité et l'embauche dans tel ou tel secteur. L'annexe « Évaluations des voies et moyens » du projet de loi de finances de 2016 liste certains dispositifs dans son tome II consacré justement aux dépenses fiscales. On y apprend par exemple que les dépenses fiscales se montent à plus de 80 milliards d'euros en 2016. Si toutes ces dépenses ne sont pas au bénéfice des entreprises – les ménages profitent également des largesses de l'État –, on note une forte concentration des mesures, puisque 13 mesures représentent à elles seules 50% du montant total des dépenses fiscales de l'année (PLF, 2016, p. 21), et parmi ces mesures les plus lourdes pour le budget de l'État, ce sont bien les dépenses fiscales au bénéfice des entreprises qui pèsent le plus.

Tableau 1 : Principales dépenses fiscales en 2016

			(En millions d'euros)
Ordre	Numéro de la mesure	Mesure	Chiffrage pour 2016
1	210324	Crédit d'impôt en faveur de la compétitivité et de l'emploi	13 010
2	200302	Crédit d'impôt en faveur de la recherche	5 510
3	120401	Abattement de 10 % sur le montant des pensions (y compris les pensions alimentaires) et des retraites	4 180
4	730213	Taux de 10% pour les travaux d'amélioration, de transformation, d'aménagement et d'entretien, autres que ceux mentionnés à l'article 278-0 ter du CGI, portant sur des logements achevés depuis plus de deux ans	3 280
5	730303	Taux de 2,10 % applicable aux médicaments remboursables ou soumis à autorisation temporaire d'utilisation et aux produits sanguins	2 460
6	730221	Taux de 10% applicable aux ventes à consommer sur place, à l'exception des ventes de boissons alcooliques	2 350
7	120202	Exonération des prestations familiales, de l'allocation aux adultes handicapés ou des pensions d'orphelin, de l'aide à la famille pour l'emploi d'une assistante maternelle agréée, de l'allocation de garde d'enfant à domicile, et, depuis le 1er janvier 2004, de la prestation d'accueil du jeune enfant	2 020
8	110246	Crédit d'impôt au titre de l'emploi d'un salarié à domicile pour les contribuables exerçant une activité professionnelle ou demandeurs d'emploi depuis au moins trois mois	1 990
9	800201	Taux réduit de taxe intérieure de consommation sur le gazole sous condition d'emploi, repris à l'indice 20 du tableau B de l'article 265 du code des douanes	1 820
10	140119	Exonération ou imposition réduite des produits attachés aux bons ou contrats de capitalisation et d'assurance-vie	1 727
11	730210	Taux de 5,5% pour certaines opérations (livraisons à soi-même d'opérations de construction, livraisons à soi-même de travaux de rénovation, ventes, apports, etc.) et taux de 10 % pour les livraisons à soi-même de travaux d'amélioration, de transformation, d'aménagement et d'entretien lorsqu'ils ne bénéficient pas du taux réduit de 5,5%, portant sur les logements sociaux et locaux assimilés suivants : - logements sociaux à usage locatif ; - logements destinés à la location-accession - logements relevant des structures d'hébergement temporaire ou d'urgence ; - logements relevant de certains établissements d'hébergement de personnes âgées ou handicapées ; - partie des locaux dédiés à l'hébergement dans les établissements d'accueil pour enfants handicapés	1 630
12	110214	Réduction d'impôt au titre de l'emploi, par les particuliers, d'un salarié à domicile pour les contribuables n'exerçant pas une activité professionnelle ou demandeurs d'emploi depuis moins de trois mois	1 510
13	110222	Crédit d'impôt pour la transition énergétique	1 400
Total			42 887

En détaillant un peu plus le chiffrage des différentes mesures, le crédit d'impôt compétitivité-emploi ressort comme la dépense la plus coûteuse (13 milliards d'euros pour 2016), bien suivi néanmoins par le crédit d'impôt recherche (5,5 milliards). L'efficacité de ces ristournes fiscales est pourtant très largement douteuse. Le comité de suivi du CICE conclut dans son rapport de septembre 2016 que si « le CICE a conduit à une amélioration sensible des marges des entreprises », force est de constater « l'absence d'impact de court terme sur l'investissement, la recherche-développement et les exportations », ce qui ne permet pas d'obtenir des effets significatifs sur l'emploi ou les salaires (France Stratégie, 2016, pp. 30-31).

Bien sûr, les partisans de cette mesure nous diront que les effets du CICE sont attendus à plus long terme, et qu'il est normal à ce stade de ne pas observer de redémarrage de l'investissement et de l'emploi. Le bon vieux théorème du chancelier allemand Helmut Schmidt selon lequel « les profits d'aujourd'hui font les investissements de demain qui feront les emplois d'après-demain », a encore de beaux jours devant lui, tant les partisans de l'économie de l'offre semblent s'y attacher coûte que coûte. Le drame, c'est bien sûr qu'on oublie qu'il peut y avoir beaucoup d'obstacles entre le rétablissement des marges de profit et le déclenchement de la décision d'investissement, ou comme le dirait Keynes, il peut y avoir beaucoup de chemin entre les lèvres et la tasse de thé... Les marges de profit ne sont pas une condition suffisante du retour de l'investissement : pour que les entreprises prennent le risque de l'investissement, il leur faut bien évidemment de solides perspectives de demande face à elle. Mais on pourrait aussi questionner la seconde partie du théorème de Schmidt : l'investissement n'est pas automatiquement créateur d'emploi pour l'économie nationale. Il est parfaitement possible que la reprise de l'investissement se traduise par des rationalisations destinées à relever l'intensité capitaliste de la production au détriment de l'emploi, et/ou que les commandes passées au secteur producteur des biens d'équipement fuitent vers l'étranger.

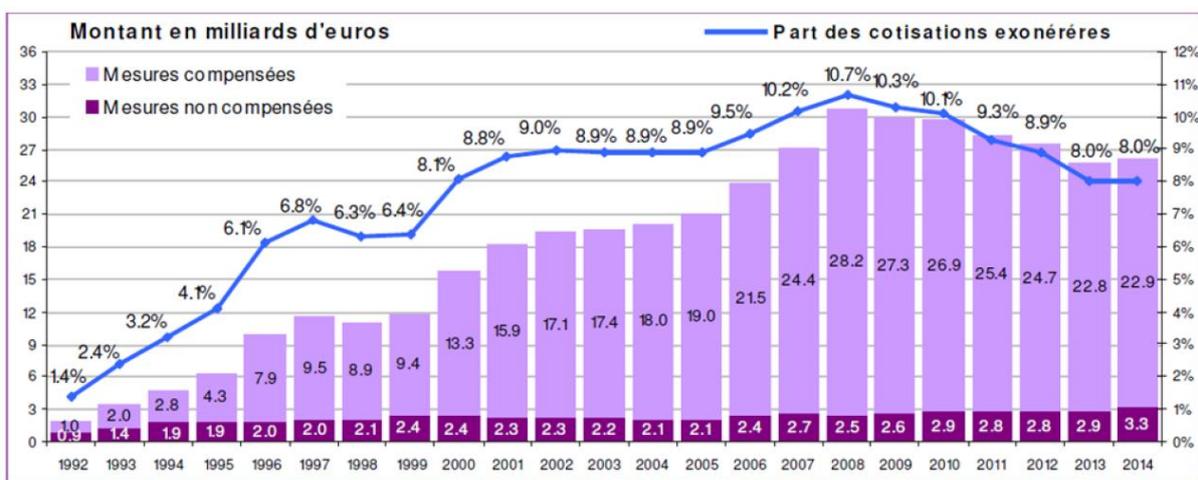
Le CIR est la deuxième dépense fiscale qui mérite d'être analysée un peu plus en détail. Créé en 1983, le dispositif a connu un développement accéléré depuis les réformes des années 2000. Alors que la dépense fiscale ne s'élevait qu'à environ 0,5 milliard d'euros les années précédentes, le dispositif monte en charge dès 2004 (un milliard d'euros), mais connaît un réel saut quantitatif en 2008 (4,5 milliards).

Représentant chaque année plus de cinq milliards d'euros depuis 2010, le dispositif est de plus en plus controversé : le rapport de la commission d'enquête sénatoriale menée par Brigitte Gonthier-Maurin n'a pas été publié ; de son côté, l'association Sciences en marche dénonce des secteurs bénéficiaires qui n'hésitent pourtant pas à détruire des emplois de chercheurs (pharmacie). L'efficacité du dispositif laisse aussi à désirer : alors que la France, grâce au CIR notamment, est le premier pays de l'OCDE en termes d'aides indirectes à la recherche, notre pays ne se classe pas aussi bien en ce qui concerne la production de brevets, puisque nous peinons à sortir de la moyenne. L'argument des défenseurs du

dispositif pourra toujours être de dire que sans lui, notre recherche-développement serait dans un état bien moins reluisant encore...

Malgré le CICE, malgré le CIR, l'investissement des entreprises ne décolle pas. Pourtant, nous n'avons pas encore fait le tour de l'ensemble des mesures dont elles bénéficient. En plus des dépenses fiscales que nous venons d'analyser, Zemmour (2015) considère aussi les exonérations de cotisations sociales qui nuisent à la protection sociale : il parle donc des « dépenses socio-fiscales ». Les allègements généraux de cotisations sociales sur les bas salaires, dits « allègements Fillon », représentaient ainsi environ 25 milliards d'euros en 2014. Depuis le début des années 1990, les dispositifs d'exonérations de cotisations sociales n'ont cessé de monter en puissance (France Stratégie, 2016, p. 23)³³.

Figure 35 : Évolutions des exonérations de cotisations sociales



Source : Acof Stat n° 223, décembre 2015

Cette dépense socio-fiscale est bien sûr destinée à abaisser le coût du travail pour les entreprises, mais on est aussi en droit d'en attendre un effet positif sur l'investissement : après tout, si le coût du travail baisse tant, les entreprises françaises ne devraient plus vouloir délocaliser leurs productions dans des pays à bas salaire, et elles entreprendraient leurs projets d'investissement sur le territoire national. Mais rien n'y fait, l'investissement reste désespérément atone.

Et pourtant, les entreprises ont aussi bénéficié, en dehors de ces mesures dérogatoires, d'une baisse continue des taux d'imposition. Le mouvement ne touche bien sûr pas que la France, puisque l'ensemble des pays développés se concurrencent joyeusement dans une course au moins-disant fiscal. Si la comparaison des taux nominaux d'imposition est toujours compliquée d'un système fiscal à l'autre, étant donné que l'assiette fiscale est rarement la même (du fait notamment de la multiplication des dispositifs dérogatoires), l'image qui

³³ La distinction entre mesures compensées et mesures non compensées désigne les transferts budgétaires réalisés (ou non) par l'État au profit des caisses de sécurité sociale pour compenser le manque à gagner lié aux exonérations de cotisations.

ressort d'un tel rapprochement est sans appel : comme le montrent les chiffres du rapport Marini (2008, p. 60), la concurrence fiscale joue à plein régime.

Tableau 2 : Évolutions des taux d'imposition sur les sociétés, 1986-2008

	1986	2008	différence 1986-2008
Allemagne	63	30	-33
États-Unis	50	39	-11
France	45	34	-11
Italie	46	31	-15
Pays-Bas	42	26	-16
Royaume-Uni	35	28	-7

Dans cette course, la France avance également ses pions³⁴. Le gouvernement de Manuel Valls, jamais à court d'idées pour entonner une nouvelle déclaration d'amour aux entreprises, a annoncé que le taux d'imposition sur les sociétés serait progressivement ramené à 28% d'ici 2020. Beaucoup a été fait pour dorloter les entreprises et leur apporter les preuves de cet amour si souvent déclamé : sur-amortissement des investissements industriels (possibilité d'amortir les biens d'investissement à 140% de leur valeur), extension des exonérations de cotisations familiales versées aux URSAFF, diminution puis suppression de la contribution sociale de solidarité des sociétés, limitation des effets de seuil, fiscalité plus avantageuse pour les groupements d'employeurs... Voilà comment le gouvernement fait la publicité de son projet de loi de finances 2016 sur son site Internet³⁵.

Devant l'atonie persistante de l'investissement, que peut-on faire de plus pour relancer l'appétit des investisseurs ? Alors que les taux d'intérêt ont atteint des niveaux historiquement bas, cela ne frémit toujours pas pour le redémarrage de l'investissement. Serions-nous entrés dans un nouveau régime d'absence de croissance ?

4. Le coût du capital n'est pas seul en cause dans le déclin de l'accumulation productive

L'augmentation du coût du capital qui a résulté de l'institution d'une nouvelle norme de rendement financier imposée aux entreprises n'est certainement pas la seule raison qui explique le déclin de l'accumulation du capital sur les trente dernières années. Au-delà de questions typiquement françaises³⁶, nous allons tenter d'esquisser ici les différentes raisons

³⁴ Rappelons aussi la suppression de la taxe professionnelle dès 2010.

³⁵ <http://www.economie.gouv.fr/vous-orienter/entreprise/projet-loi-finances-2016-quelles-mesures-pour-entreprises>

³⁶ Parmi lesquelles on pourrait rappeler la difficulté à faire croître les PME en ETI... qui resteraient indépendantes des grands groupes. En effet, dans le tissu productif français, les PME et ETI qui marchent bien sont souvent rachetées précocement par des grands groupes qui ralentiront l'effort d'investissement. D'après Gouze et Chevalier (2017), ce sont les ETI qui ont le taux d'investissement le plus élevé (23,9%), devant les grands groupes (22,5%), et loin derrière on trouverait les PME (15,2%). L'une des causes de ce manque

qui peuvent s'agglomérer pour expliquer le ralentissement de l'investissement au niveau mondial. En effet, alors que l'investissement était très dynamique dans les pays émergents, notamment entre 2003 et 2008 avec une croissance moyenne de 12% par an, le rythme de l'investissement a profondément ralenti depuis 2010, y compris dans les pays émergents avec une croissance moyenne qui est tombée aux alentours des 3% ces trois dernières années (Kose *et al.*, 2017). Le ralentissement de l'accumulation du capital n'est donc pas un phénomène franco-français, pas plus qu'il n'est un phénomène propre aux pays développés comme on a longtemps pu le croire³⁷, mais il s'agit bien d'une tendance globale qui réclame donc des explications globales.

4.1. La crise économique et financière de 2007-2012 a fait ressurgir les explications par la demande

À la faveur – si l'on peut dire – de la crise économique et financière de ces dix dernières années, un certain nombre d'économistes, pour certains bien établis au sein du courant dominant, se sont interrogés sur les raisons pour lesquelles l'économie mondiale, et plus particulièrement les pays de l'OCDE, n'ont pas recouvré leur dynamisme antérieur... lequel n'était déjà pas fameux avant la crise, on l'a vu. Ce faisant, ils en sont venus à reconnaître que les performances macroéconomiques décevantes des grands pays développés dataient de bien avant la crise de 2007, et ils ont ré-ouvert l'éventail des hypothèses jugées plausibles pour rendre compte de la faiblesse persistante de l'investissement et de la médiocrité de la croissance économique depuis de longues années.

La plus grande surprise est sans conteste venue de Larry Summers. Ce dernier, connu pour être l'un des plus solides piliers de l'orthodoxie économique qui s'est imposée depuis le tournant des années 1980 – l'économie de l'offre, le taux de chômage structurel, l'inefficacité de la politique budgétaire – a pris tout le monde à contrepied en brandissant, lors d'une conférence devant le FMI en 2013, le spectre menaçant d'une stagnation séculaire³⁸, dont les principaux ressorts proviendraient d'un profond déséquilibre, global et

d'investissement des PME serait à chercher du côté de l'âge élevé des dirigeants de ces entreprises : dans ces structures, plus le chef d'entreprise vieillit, moins il est susceptible de prendre des risques et d'investir (Gouze et Chevalier, 2017).

³⁷ L'une des explications qui avait pu être avancée au divorce entre profit et investissement dans les pays développés consistait à parler d'une sorte de loi de Kalecki mondialisée. Cette loi de Kalecki précise que les profits sont déterminés par les dépenses d'investissement à l'échelle macroéconomique. Or, depuis les années 1980, on avait vu les profits augmenter malgré une baisse de l'investissement. Une explication était donc que « les capitalistes gagnaient toujours ce qu'ils dépensaient » (pour reprendre le célèbre aphorisme), mais les profits des entreprises occidentales ne s'expliquaient plus par des investissements réalisés en Occident, mais par des investissements réalisés dans les pays en développement (Fiebiger, 2016), charge ensuite aux entreprises de rapatrier au Nord les profits réalisés au Sud. Si les dépenses d'investissement ralentissent désormais au Sud, le maintien des profits macroéconomiques à un niveau élevé s'explique donc pas d'autres canaux au sein de la loi de Kalecki (les dépenses des capitalistes réalisées grâce aux profits distribués sous forme de dividendes, l'endettement public ou privé...).

³⁸ Pour une présentation roborative et critique de cette sombre prophétie, remise au goût du jour par Summers, voir Roubtsova (2016).

persistant, entre l'épargne et l'investissement. Reprenant cette analyse dans un article publié dans *Business Economics*, Summers (2014) résume ainsi sa perception des choses :

« In sum, I would suggest to you that the record of industrial countries over the last 15 years is profoundly discouraging as to the prospect of maintaining substantial growth with financial stability. Why is this the case? I would suggest that in understanding this phenomenon, it is useful at the outset to consider the possibility that changes in the structure of the economy have led to a significant shift in the natural balance between savings and investment, causing a decline in the equilibrium or normal real rate of interest that is associated with full employment. »

Exceptée la syntaxe classique-néoclassique mobilisant la fiction d'un marché des fonds prêtables autorégulateur, censé ajuster – *via* la fluctuation du taux d'intérêt réel – la volonté d'épargner et le désir d'investir, on croirait entendre Keynes. Dans l'esprit de Summers, ce à quoi nous sommes confrontés ne fait aucun doute : il s'agit d'une insuffisance chronique, tenace, générale, de la demande globale mondiale, alimentée par un excès d'épargne au regard des opportunités ou de la volonté d'investir. Comme s'il avait besoin de nous convaincre qu'il n'opérait pas honteusement cette conversion à l'économie de la demande, Summers (2014) s'en prend même directement à la loi des débouchés (le cœur de l'orthodoxie) avec des accents et une rhétorique que l'on croirait tout droit sortis de la *Théorie générale de Keynes* (1936).

« We are seeing very power-fully a kind of inverse Say's Law. Say's Law was the proposition that supply creates its own demand. Here, we are observing that lack of demand creates its own lack of supply. »

Tout aussi intéressantes sont les raisons que Summers évoque pour expliquer ce déséquilibre – que l'on aurait envie de qualifier de *structural* – provenant d'un excès d'épargne, d'une part, et d'une insuffisance de l'investissement, d'autre part.

4.2. Les causes d'un excès d'épargne

D'après Summers, l'excès d'épargne provient de quatre causes différentes. La première a trait à la répartition des revenus. Le partage salaires-profits s'est considérablement modifié au bénéfice des entreprises. Celles-ci ont donc vu leur épargne monter en flèche. Parallèlement, les inégalités dans la répartition individuelle des revenus ont atteint des sommets inégalés – c'est particulièrement vrai aux États-Unis – depuis la première moitié du vingtième siècle, enrichissant les ménages dont la propension à épargner est la plus élevée. Cette explication est donnée sans fard, schémas à l'appui :

« ...changes in the distribution of income, both between labor income and capital income and between those with more wealth and those

with less, have operated to raise the propensity to save, as have increases in corporate-retained earnings. (...) An increase in inequality and the capital income share operate to increase the level of savings. »

La seconde cause de l'excès d'épargne, mentionnée dans un article ultérieur (Summers, 2016), est l'incertitude concernant la durée et le montant des retraites qui pourront être payées aux salariés dans les décennies à venir... sans qu'il soit précisé quel type de système (capitalisation ou répartition) génère cette incertitude. Quoi qu'il en soit, une telle incertitude encourage la constitution d'une épargne de précaution de la part des ménages, laquelle va à l'encontre de l'extension des débouchés offerts aux entreprises.

La troisième cause de l'excès d'épargne est sans doute plus conjoncturelle. Elle provient des restrictions de crédits accordés aux ménages, suite à l'effondrement de la bulle immobilière, ainsi que du mouvement plus général de désendettement dans lequel se sont trouvés embarqués un grand nombre d'agents (entreprises, banques, ménages) pour tenter de réduire leur ratio de levier. Sans minimiser l'ampleur de ce mouvement, il convient de dire qu'il s'agit d'un phénomène cyclique, d'une sorte de retournement prévisible des choses après des années d'excès, plutôt que d'une tendance de fond, structurellement établie.

La quatrième raison évoquée par Summers est l'accumulation de plus en plus manifeste d'actifs financiers étrangers par les banques centrales ou les fonds souverains. Convenons que l'on comprendrait mieux cela en ajoutant que ces phénomènes sont davantage le reflet de déséquilibres géoéconomiques mondiaux entre les zones épargnantes et les zones dépensières – lesquels se traduisent par des déséquilibres du commerce international – que le produit du comportement des banques centrales et des fonds souverains eux-mêmes. Globalement, ce qui est en cause, selon nous, derrière cette accumulation d'actifs financiers étrangers par ces acteurs, est que les pays accumulant des excédents commerciaux n'en profitent pas pour augmenter leur demande interne – et diminuer leur épargne extérieure –, afin de tirer les bénéfices de leurs efforts de compétitivité, tout en assurant un supplément de demande à leurs partenaires commerciaux.

Parmi toutes les raisons avancées par Summers – l'augmentation des profits non dépensés par les firmes, la baisse de la part des salaires, la montée des inégalités de revenu entre les ménages, les déséquilibres commerciaux, la constitution d'une épargne de précaution en vue de la retraite – les trois premières sont certainement les mieux documentées. Il est moins évident, toutefois, que la constitution d'une épargne de précaution par les ménages (en prévision de la retraite ou autre chose) ait joué un rôle important sur le plan mondial. Si l'on en croit une étude très fouillée de Chen *et al.* (2017), réalisée à partir des comptes nationaux de 60 pays, représentant 85% du PIB mondial, ce serait même tout le contraire. L'épargne en provenance des ménages aurait continûment décliné depuis le début des années 80 jusqu'en 2015 – mis à part un petit sursaut au début de la crise de 2008, que Summers a sans doute présent à l'esprit – perdant l'équivalent de 5 points de PIB. Située aux

environs de 13 points de PIB en 1980, l'épargne courante des ménages ne représentait plus que 8 points de PIB en 2015.

La chose la plus remarquable, quoiqu'assez peu étonnante pour qui connaît la relation de Kalecki³⁹, est que l'épargne des entreprises a connu pour sa part une tendance rigoureusement inverse, gagnant 5 points sur la même période, passant de 8 à 13 points de PIB⁴⁰. Cette augmentation de l'épargne des entreprises provient évidemment d'un redressement des taux de marge⁴¹.

La véritable question qui se pose (en dehors des déséquilibres commerciaux), si l'on accorde foi à la thèse de l'excès d'épargne relativement à l'investissement, semble être en conséquence de savoir pourquoi ce gigantesque basculement de l'épargne des ménages vers les profits des entreprises ne s'est pas traduit par une relance équivalente de l'investissement des entreprises... lequel n'a cessé de décliner (mesuré en taux d'accroissement net) durant la même période. Ainsi ramenée à l'essentiel, l'hypothèse de la stagnation séculaire reviendrait plus simplement à se demander pourquoi le capitalisme a pris la tournure – sinon séculaire, du moins déjà trentenaire – d'un régime de « profit sans accumulation ». L'essentiel du déséquilibre entre épargne et investissement s'est en effet manifesté au niveau des entreprises, lesquelles ont accumulé durant des décennies des profits qu'elles n'ont pas consacrés à l'investissement, préférant pour une part verser des dividendes ou racheter leurs actions à leurs actionnaires – ce qui n'apparaît pas nettement dans les séries de Chen *et al.* (2017), sans doute du fait que ce mouvement qui a touché le cœur des pays anciennement industrialisés est noyé dans l'ensemble des 60 pays étudiés –

³⁹ La relation de Kalecki pose que les profits réalisés par l'ensemble des entreprises, sur une période donnée, sont égaux – et déterminés par – aux dépenses d'investissement réalisées par ces entreprises durant la même période, à quoi s'ajoutent la consommation issue des dividendes et le solde du commerce extérieur, et à quoi se retranchent le solde des comptes publics et l'épargne des ménages salariés. S'agissant de cette épargne, la relation avec les profits des entreprises est assez facile à comprendre. Lorsque les salariés épargnent 1 €, ils soustraient 1 € de leurs dépenses effectuées auprès des entreprises, alors que les entreprises leur ont au préalable versé cet euro en leur versant leurs salaires. Cet euro épargné figure donc parmi les coûts de production des entreprises, mais n'apparaît pas dans leurs recettes. Il s'agit donc clairement d'1 € de profit en moins pour l'ensemble des entreprises. À l'inverse, lorsque l'épargne des ménages salariés baisse de 1 €, les profits des entreprises augmentent de 1 €, du fait que ces dernières perçoivent une recette supplémentaire de 1 €, sans avoir eu à alimenter cette recette supplémentaire du versement d'1 € de revenu supplémentaire aux ménages. C'est ce phénomène de vase communicant entre l'épargne des ménages et les profits des entreprises qui explique que les deux séries produites par Chen *et al.* (2017) soient rigoureusement inversées (*modulo* les variations de moindre ampleur observées dans les soldes publics).

⁴⁰ Loeys *et al.* (2005) notaient cette abondance de l'épargne des entreprises dès 2005. Le FMI et l'OCDE remarquaient également le phénomène (FMI, 2006 ; André *et al.*, 2007), avant que Summers (2014), Gruber et Kamin (2015) ou Wolf (2015) ne popularisent le thème.

⁴¹ Les taux de marge se sont redressés pour plusieurs raisons, plus ou moins compatibles entre elles. Même si ce n'est pas le lieu de les développer ici, précisons les explications candidates : la baisse de l'intensité de la concurrence avec la naissance des firmes « superstars » (Autor *et al.*, 2017) ; le recours accru aux relations de sous-traitance qui permettent de presser les entreprises en situation monopsonistiques (Melmiès et Dallery, 2014) ; ou, bien sûr, de manière décisive, la hausse de la prédation financière qui pousse les entreprises à raffermir leur taux de marge afin de pouvoir distribuer des dividendes élevés (Cordonnier *et al.*, 2013).

et, pour une autre part, accumuler du cash et des actifs financiers... au point qu'elles « nagent » dedans, selon la formule employée par Summers (2014) lui-même.

4.3. Les causes de la faiblesse de l'investissement

Il faut donc se tourner vers les raisons qui expliquent la faiblesse de l'investissement – en taux de croissance, et non en part dans le PIB – depuis bientôt une quarantaine d'années. Summers (2014), qui n'évoque pas un instant l'augmentation de la norme de rendement financier imposée aux entreprises gouvernées par le pouvoir actionnarial, avance trois explications principales⁴².

4.3.1. Changements dans les modèles productifs

Le premier facteur qui explique le ralentissement de l'accumulation est le changement intervenu dans les modèles productifs. Summers cite explicitement les entreprises du secteur des NTIC, comme Apple, Google ou WhatsApp, « qui se retrouvent nageant dans le cash et se demandent ce qu'elles pourraient bien faire de ces très grosses sommes accumulées ». Leur modèle productif consiste précisément en ceci qu'elles parviennent à réaliser un chiffre d'affaires conséquent – et sont valorisées en Bourse à des sommets – en utilisant très peu de capital productif, et aussi très peu de main-d'œuvre. On ne peut donc pas compter sur l'expansion de ce secteur pour fournir un débouché utile à l'épargne (qui s'accumule à l'actif de ces sociétés), tant il est économe en dépenses d'investissement.

4.3.2. Le ralentissement démographique

Le second facteur évoqué par Summers est le ralentissement de la croissance de la population active dans les pays anciennement développés, déjà mis en avant dans les années 30 par Hansen (1939), auquel il emprunte le concept de « stagnation séculaire ». Le renvoi à Hansen semble suffisant à cet endroit, et le lecteur n'a pas droit à davantage d'explications. Conjeturons que Summers fait une relation – tout comme Keynes (1937), avant Hansen – entre la faible augmentation anticipée de la population active et la mollesse des perspectives de débouchés pour les biens de consommation ou les biens d'équipement durables à l'avenir (comme le logement). Ces débouchés ne se manifesteront pas, en effet, étant donné que l'on ne pourra pas compter à l'avenir sur la progression du pouvoir d'achat des futurs travailleurs... qui ne verront pas le jour. De sombres perspectives démographiques constituent donc une faible incitation à investir dès aujourd'hui.

4.3.3. La baisse du prix des biens d'investissement

Le troisième facteur qui aurait joué dans le sens d'un ralentissement des dépenses d'investissement est la baisse des prix des biens d'investissement, relativement à l'ensemble des biens et services produits (le PIB). Summers produit à cet égard une statistique assez

⁴² Si l'on met de côté les facteurs plus conjoncturels ou d'ordre secondaire, comme le rationnement du crédit ou la volonté de diminuer le levier d'endettement une fois la crise déclenchée en 2008.

édifiante : le ratio de l'indice des prix des biens d'équipement sur l'indice des prix du PIB a baissé de 20% entre le début des années 80 et l'année 2015 (la chute semblant enrayée depuis 2007). Ceci signifie que même si l'incitation à investir avait été maintenue constante *en volume* durant toute cette période, la dépense consacrée à l'achat de biens capitaux aurait tout de même diminué de 20% *en valeur*, relativement aux autres types de dépenses. Les débouchés utiles offerts à l'épargne s'en sont donc trouvés diminués d'autant.

Ces trois explications apportées à l'atonie de l'accumulation sont intéressantes parce qu'elles ne font pas partie des raisons les plus couramment évoquées, alors qu'elles constituent des hypothèses tout à fait vraisemblables, mobilisant des causalités au moins aussi lourdes et persistantes que le phénomène à expliquer. Elles reposent toutes trois sur l'idée que ce n'est pas tant l'appétit d'investir qui fait défaut, que le besoin lui-même. Les nouveaux modèles productifs, la démographie, la baisse des prix, diminuent en quelque sorte « objectivement » le besoin de procéder à d'importantes dépenses d'investissement. Parmi ces causalités supposées, la baisse des prix relatifs des biens d'investissement est celle qui a l'air d'être la moins hypothétique – puisqu'elle est corroborée statistiquement – et d'une ampleur tout à fait significative.

4.3.4. L'augmentation de la concentration des entreprises

Le plus curieux, toutefois, dans ces raisons invoquées par Summers, est qu'il semble manquer les deux principales. À aucun moment, en effet, Summers n'évoque l'élévation de la norme financière (on l'a déjà souligné), ni ne semble prêter la moindre attention à la concentration croissante des entreprises. Une étude économétrique très approfondie de Gutiérrez et Philippon (2016) portant sur les États-Unis, à partir de données sectorielles recoupées par des données d'entreprise, vient pourtant d'établir de manière assez convaincante que les deux causes principales de la faiblesse de l'investissement depuis le début des années 2000 – en comparaison de ce qui serait attendu du fait des niveaux élevés de la rentabilité des entreprises et du ratio Q de Tobin – sont la concentration accrue des entreprises et la détention des actions par les investisseurs institutionnels qualifiés de « quasi-indexer »⁴³. La concentration diminuerait la concurrence entre les entreprises, tandis que la gouvernance « resserrée » pratiquée par les fonds « quasi-indexer » ferait régner le court-termisme. Ces deux facteurs expliquent à eux seuls, selon les calculs des auteurs, 80% de l'insuffisance de l'investissement au regard des niveaux élevés de la rentabilité et du ratio Q !

On se demande, une fois ces résultats connus, s'il vaut encore la peine d'examiner d'autres hypothèses pour rendre compte du déclin de l'accumulation du capital ? Il le faut sans doute pour au moins une raison : le ralentissement de l'accumulation du capital productif dans les pays anciennement industrialisés a commencé bien avant les années 2000. Il s'est imposé

⁴³ Ces fonds d'investissement sont définis par Gutiérrez et Philippon comme les investisseurs institutionnels possédant des portefeuilles diversifiés et un taux de rotation faible de leurs titres en portefeuille. Ils représentent environ 60% des actions détenues par les investisseurs institutionnels.

comme une tendance lourde qui remonte au moins au début des années 80. Il existe donc certainement des facteurs complémentaires de ceux mis en évidence par Gutiérrez et Philippon, dont la force agissante s'est manifestée sur le long terme. L'inconvénient de ces facteurs, que l'on pourra invoquer pour expliquer cette tendance longue et profonde au ralentissement de l'investissement, est qu'ils doivent eux-mêmes ressortir à des causes profondes, lourdes et agissant dans la longueur du temps... des causes structurelles en quelque sorte, lesquelles présentent par nature peu de variabilité à court terme, et sont de ce fait difficilement testables empiriquement. Dire cela n'est pas simplement pointer une difficulté technique, c'est insister sur le fait que des causes structurelles agissent « en bloc », et précisément pas à travers la variabilité des événements qui en constituent la chronique. À leur sujet, on sera donc réduit à faire des conjectures, en se basant sur de bonnes intuitions, introduites dans des schèmes de raisonnement tout théorique, sous le contrôle de la seule bonne foi.

4.3.5. La baisse continue des gains de productivité

La première cause structurelle du déclin de l'investissement à laquelle on devrait penser est la baisse tendancielle, profonde, des gains de productivité depuis la fin des années 1970. L'école française de la régulation en a fait depuis longtemps l'un des facteurs explicatifs de la crise du fordisme. Depuis lors, cette tendance a été invoquée, à maintes reprises, et avec insistance, par Robert Gordon (voir Gordon, 2000 ou 2012 en particulier), comme la raison principale de la croissance piteuse qu'ont connue les pays anciennement industrialisés depuis les années 1970. Cette tendance, qu'il faut prendre au sérieux, est curieusement – et semble-t-il très paradoxalement – écartée d'un revers de manche par Summers (2014)... au motif qu'il s'agirait d'une explication par l'offre ! Trop empressé, apparemment, d'embrasser d'un seul coup et sans coupable concession la doctrine keynésienne, Summers objecte en effet à Gordon :

« If the primary culprit were declining supply (as opposed to declining demand), one would expect to see inflation accelerate rather than decelerate. »

Il existe pourtant un espace pour accueillir cette causalité structurelle dans une économie de la demande. La baisse tendancielle des gains de productivité, quelles qu'en soient les explications⁴⁴, n'est sans doute pas favorable à l'investissement, du fait qu'elle diminue probablement l'urgence éprouvée par les entreprises de renouveler leur capital productif. L'incitation à investir peut en effet se trouver déprimée du fait que la concurrence que se livrent les entreprises dépend moins crucialement de l'incorporation de biens capitaux neufs

⁴⁴ Ce n'est pas lieu d'ouvrir ici ce chapitre... qui pourrait ne pas avoir de fin. On pourra consulter avec profit le rapport de Michel Husson (1996) pour le Commissariat général du plan. Citons simplement ici une faiblesse des gains de productivité qui pourrait aussi provenir de deux causes : la montée en puissance de la part des services dans l'économie (lesquels sont supposés connaître des gains de productivité plus faibles que les biens) ; la flexibilisation accrue du marché du travail qui diminue l'engagement et la productivité des salariés fragilisés (Askénazy et Erhel, 2017).

à leurs équipements, lorsque ces derniers n'emportent pas la promesse suffisamment claire de faire baisser les coûts, en économisant du travail. La demande d'investissement de productivité, ou de rentabilité – par opposition à la demande d'investissement de capacité – pourrait donc avoir faibli sous l'effet de ces opportunités déclinantes et, par le frein ainsi serré sur la demande effective, elle aurait contribué en retour à réduire l'expansion des débouchés... et finalement le besoin d'investissements de capacité. Cette boucle récessive pourrait très bien s'intégrer à la thèse stagnationniste défendue par Steindl (1952).

4.4. La malédiction des eldorados contemporains

D'autres raisons, tout aussi fondamentales, et cependant tout aussi conjecturales, pourraient avoir joué un rôle dans le ralentissement de l'accumulation. Il semble pertinent de vouloir les regrouper sous l'épithète de la « malédiction des eldorados contemporains ». L'idée centrale est que l'accumulation du capital par les entreprises privées repose de façon déterminante sur l'anticipation de « gisements de croissance » suffisamment bien identifiés, et massifs, pour entraîner une partie conséquente des acteurs à investir dans ces secteurs prometteurs, en sorte que se forme une boucle autoentretenu autour de l'impulsion puissante délivrée par ces investissements. Grâce à l'expansion de l'activité, de l'emploi et des revenus qui en résultent, et grâce *in fine* à la validation des paris initiaux par la dépense de ces revenus, « l'excitation » à investir initiale se trouve maintenue.

4.4.1. Que sont devenues nos marchandises grandioses ?

L'automobile a représenté, de manière exemplaire, ce type d'eldorado durant les Trente glorieuses. Elle a entraîné de multiples acteurs à coordonner leurs paris (et à enrôler leurs stratégies) autour du développement de ce produit : à travers la construction de routes, de raffineries, d'hôtels, de garages, etc., mais aussi à travers l'urbanisation qu'elle a accélérée, la reconfiguration des espaces qu'elle a encouragée (entre le centre-ville, les grandes zones d'habitation, les pourtours pavillonnaires, les zones commerciales de périphérie), etc. À tel point que l'on pourrait qualifier l'automobile, et plus largement ce type de biens, de « marchandise grandiose », dans le sens où elle semble avoir toutes les qualités requises pour construire autour d'elle le manège dans lequel elle doit prendre place.

Ce type de marchandise nécessite pour sa production des investissements importants et engage des coûts de production colossaux, en main-d'œuvre en particulier (et sans coûts colossaux, point de profits importants...).

Un produit comme la voiture s'articule idéalement avec l'imaginaire social institué de la modernité, et contribue en partie à le façonner, en transposant les biens cardinaux qui charpentent cet imaginaire (liberté, ubiquité, liquidité, technicité, souveraineté individuelle, confort, économie de temps...) en marchandise. Il semble en même temps le plus approprié pour offrir un terrain de jeux sans limites à la consommation ostentatoire, animée par la rivalité mimétique (Veblen, 1899 ; Girard, 1978 ; Dumouchel et Dupuy, 1979). Il induit, pour couronner le tout, par son développement, une réorganisation économique, spatiale et du

système des significations, capable de redessiner toute une chaîne de fonctionnalités marchandes, prenant sens autour de lui, en se référant à son usage (les routes, les hôtels, les garages, les centres commerciaux, etc.), donnant finalement son souffle, tant au niveau microéconomique qu'au plan macroéconomique, à la dynamique d'une époque.

La question est bien de savoir quels sont aujourd'hui les biens et services capables de se situer à la hauteur du rôle de cette marchandise grandiose, à même de provoquer des effets eldorados persistants, et non simplement des engouements de pacotille se révélant *ex post* avoir été des prophéties sans dynamique auto-réalisatrice (comme en a donné l'exemple de l'éclatement de la bulle des NTIC au début des années 2000). On peut défendre l'idée que nos eldorados contemporains ne sont pas à la hauteur, ou qu'ils présentent pour la plupart une déficience constitutionnelle au regard des qualités que l'on a évoquées précédemment. Sans prétendre que l'horizon est définitivement bouché et qu'il n'y aura plus jamais de nouvelle frontière pour le capitalisme, il vaut la peine de pointer ce qui semble faire défaut aux eldorados de notre l'époque.

4.4.2. Les promesses non tenues des nouvelles technologies de l'information et de la communication

Les nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) ont depuis quelques décennies postulé à ce rôle de nouvel eldorado, mais n'ont pas pour l'heure tenu leurs promesses. Les raisons en furent énoncées assez tôt, avant même que se dégonfle « la bulle Internet » (Gadrey, 2000). Les travaux de Gordon (2000) ont montré que ce secteur occupe toujours une part assez faible de l'activité économique globale, et que ces effets induits sont faibles dans l'ensemble dans l'économie. Les NTIC contribuent surtout à révolutionner leur propre production, et sans doute à faire baisser le prix des biens capitaux, comme l'a relevé Summers... ce qui va à l'encontre des bons effets espérés sur l'expansion de la demande globale. Elles contribuent sans doute aussi à remplacer d'anciens modes de production et de distribution, auxquels elles se substituent, sans pour autant creuser les veines de nouveaux gisements de croissance, du fait qu'elles ne créent pas de biens réellement nouveaux. Les incertitudes que recèlent leurs modèles économiques n'arrangent rien – qui doit payer, de quelle manière, à quelle occasion, à quel horizon, leurs services ? – et les structures de marché qu'elles engendrent, en faisant baisser les coûts de communication et de transport, semblent véhiculer bien des inconvénients de « la société du gagnant prend tout » (Frank et Cook, 1995). L'instabilité générée par les innovations en continu qu'elles produisent, loin de stimuler la concurrence par l'investissement, valorise souvent l'option d'attente : pourquoi acheter cette technologie quand j'anticipe qu'une nouvelle version sera bientôt disponible et pourrait être LA technologie adoptée par l'ensemble des acteurs ?

4.4.3. Des eldorados à portée de main, mais confrontés à une faible propension à « se les payer »

Si l'on se tourne maintenant vers les eldorados qui devraient nous tendre les bras – l'ensemble des biens et services, investissements compris, qui sont ou seront nécessaires pour assurer la transition énergétique et écologique de nos modes de production – on connaît déjà les difficultés qui font qu'ils ne se présentent pas avec autant d'évidence qu'une ruée vers l'or. Ces difficultés, bien souvent résumées par la question du financement, se ramènent à deux contradictions ou malédictions majeures. Pour une bonne part, les bienfaits attendus de la transition énergétique et écologique revêtent les traits caractéristiques des biens collectifs (qu'accompagne le problème du passager clandestin), comme lorsqu'il s'agit d'éviter le réchauffement climatique ou d'épargner les océans de la pollution. La fourniture de ces biens entraîne l'obligation de les financer par l'impôt. Or, la société et le corps politique se heurtent à cet endroit au consentement des populations à voir la part des dépenses socialisées augmenter (encore) relativement aux dépenses personnelles. Pour une autre part, les bienfaits attendus de ces investissements seront assez peu perceptibles, sauf à long terme, par les soi-disant bénéficiaires eux-mêmes. C'est le cas de l'isolation des logements, ou du choix de la voiture électrique. Le supplément d'utilité espéré par de tels investissements ne suscite pas une propension suffisante à en payer spontanément la facture.

Un grand nombre d'eldorados qui semblent à portée de main, comme l'investissement dans l'éducation, l'augmentation des moyens de la justice, l'amélioration de l'urbanisme, l'embellissement et l'amélioration des logements, la construction de la « Cité des merveilles », comme disait Keynes (1933)⁴⁵, semblent victimes de cette malédiction des biens collectifs ou de celle des biens de peu d'utilité marginale perçue.

4.4.4. Des eldorados en concurrence pour accaparer notre temps (limité)

Un autre aspect frappant des biens ou services qui sont censés ouvrir à des perspectives d'investissement et de production suffisamment étendues pour tirer la croissance future est qu'ils semblent entrer en concurrence (les uns avec les autres) pour s'accaparer notre temps, tout autant, sinon plus, que notre porte-monnaie. Ce trait caractéristique, assez peu remarqué à notre connaissance, est potentiellement lourd de conséquences sur la dynamique de l'investissement. À la différence des biens et services et des infrastructures qui ont structuré la norme de consommation de la période fordiste (Boyer, 1979) – la voiture, l'équipement électroménager, le téléphone, le supermarché, les transports

⁴⁵ « Si j'avais le pouvoir aujourd'hui [se prend à rêver Keynes dans un cours essai, en 1933] je ferais sûrement en sorte de doter nos capitales de tous les attributs de l'art et de la civilisation, jusqu'aux plus hauts niveaux que les citoyens de chacune d'elles, pris individuellement, peuvent atteindre, convaincu que cela même que je pourrais créer, j'aurais les moyens de le payer – en pensant que l'argent ainsi dépensé serait non seulement plus utile que n'importe quelle allocation de chômage, mais rendrait ces allocations inutiles. Parce qu'avec ce que nous avons dépensé pour le chômage en Angleterre depuis la guerre, nous aurions pu faire de nos villes les plus belles réalisations humaines du monde. »

collectifs, etc. – ceux qui s'imposent à notre être désirant du moment, façonné par la filière inversée⁴⁶ des NTIC et de la société du divertissement, de l'amusement et du narcissisme, ont bien l'air de nous réclamer tout notre temps, plutôt que de nous en faire gagner.

La multiplication des chaînes de télévision, la profusion des jeux vidéos, l'explosion des contenus Internet (information, documentation, musique, films, séries, vitrines marchandes), l'invasion des réseaux sociaux numériques, l'expansion des destinations et des formes de tourisme ou d'amusement, la prolifération des services narcissiques (salles de fitness, cabines de bronzage, établissements de soins et de jouvence, produits de beauté, chirurgie esthétique et prothétique)... tous ces nouveaux segments de l'offre de biens et services offerts à notre faculté de désirer (surtout des marchandises) sont manifestement consommateurs de temps, et n'ont pas l'heur d'être relégués au pis aller d'une consommation par procuration ou par sublimation. Leur expansion est tout aussi sûrement limitée par la quantité de temps que nous pouvons leur consacrer que par le pouvoir d'achat dont nous disposons pour les acheter. Or, autant la barrière du pouvoir d'achat peut être levée dans une perspective dynamique auto-validante – à condition que soit réglé le problème de la formation de la dépense globale – autant le temps dont chacun dispose n'est pas extensible : ce n'est pas la multiplication par cinquante des chaînes de télévision qui permet de multiplier par cinquante notre « temps de cerveau disponible » pour les regarder.

Ces nouveaux eldorados, au croisement des NTIC, des progrès de la médecine, des nouveaux matériaux... et de la société narcissique et de l'amusement, creusent des veines dont on entrevoit au premier coup de pioche l'épuisement. Les investissements auxquels donnent lieu leurs efforts méritoires pour tenter leur déploiement sont de ce fait, pour une grande part, des investissements dédiés à la conquête de parts d'un marché limité (par notre temps disponible) plutôt qu'à son expansion. Ces efforts ont tendance à se cannibaliser dans une compétition dont les bénéfices sont potentiellement à somme nulle. Sur le plan macroéconomique, ces investissements à somme nulle n'ont pas que des effets déplorables. Ils sont peut-être à ranger dans la (bonne) catégorie des dépenses d'investissement qui ne génèrent pas de nouvelles capacités de production (puisque le temps pour les consommer est limité)⁴⁷. En cela, ils contribuent positivement à régler le problème des débouchés d'aujourd'hui (en fournissant un débouché utile à l'épargne), sans reporter celui-ci à demain (puisque'ils n'augmentent pas les capacités de production). Mais cet effet heureux sur le bouclage macroéconomique à court terme ne peut constituer une raison suffisante pour les investisseurs concernés de voir la vie en rose. À long terme, leurs stratégies, en se composant, n'ont pas pour effet de repousser leur nouvelle frontière. Leurs auteurs ne peuvent donc se projeter dans ces investissements qu'avec la conscience que leurs eldorados sont d'emblée finis, et que tout le monde n'en reviendra pas couvert d'or. Existe-t-il plus sombre perspective pour déprimer efficacement « les esprits animaux » des

⁴⁶ Voir Galbraith (1968).

⁴⁷ Fiebiger et Lavoie (2016).

entrepreneurs ? Sans doute faut-il y voir une raison de plus pour laquelle l'accumulation du capital est ralentie.

4.4.5. Moultes autres causes à l'atonie de l'investissement

Il existe probablement bien d'autres facteurs, et bien d'autres causes structurelles que l'on pourrait invoquer à l'appui de la thèse d'une grande fatigue des esprits animaux. En continuant l'inventaire ressemblerait peut-être à un témoignage à charge relevant de l'acharnement. On a « oublié », en effet, dans notre liste : la désindustrialisation dans les pays les plus anciennement développés de l'OCDE, la déformation de la structure des coûts de production-conception tendant vers un « coût de production marginal zéro », la difficulté croissante à sécuriser les droits de propriété sur les innovations de produit et de procès, les rendements décroissants de la connaissance, les contraintes écologiques (l'épuisement de certaines ressources et la multiplication des normes environnementales pour prévenir la destruction des écosystèmes), la volatilité des engouements (suivis d'autant de vagues de désaffection) des consommateurs institués en purs consommateurs, etc.

Sans prétendre que tous ces éléments jouent nécessairement dans le mauvais sens, la présomption de culpabilité est malgré tout assez forte. Les obstacles qui se dressent face à la marche triomphale du capitalisme et de l'accumulation illimitée semblent se multiplier et s'organiser en cortège.

4.4.6. Un capitalisme rentier en mal d'eldorados

À trop vouloir égrainer le chapelet des causes qui ont mis l'accumulation du capital productif sous l'éteignoir, on perdrait de vue de l'essentiel. Le tableau qui se dessine, en considérant avec un peu plus de recul tout ce qui vient d'être évoqué, est celui d'une sorte de capitalisme rentier, en mal d'eldorados. La dynamique de l'accumulation du capital n'est pas portée, *pour l'heure* – il faut bien entendu se garder de faire des prophéties – par l'éclosion et la mise en système d'une troisième révolution industrielle, capable de structurer en parallèle un nouveau système productif, de nouveaux biens grandioses, et une norme de consommation qui auraient le bonheur de se dynamiser mutuellement. Face à cet horizon bouché, la concentration des firmes et la gouvernance actionnariale ont mis en place les structures fonctionnelles d'un régime de profit sans accumulation, où il importe plus de détenir des actifs existants que d'en produire de nouveaux, pour participer au festin de cette société du profit sans prospérité (Lazonick, 2014).

Conclusion

Le coût du capital ne se limite pas aux seuls dividendes et intérêts distribués par les sociétés non financières. D'autres charges pèsent sur les désirs d'investir : les rachats d'actions et l'accumulation financière réussissent également à détourner les entreprises de leurs projets d'investissement. Au bout du compte si tant est qu'on puisse parvenir au bout d'un tel compte macabre, les dépenses au bénéfice de la finance surpassent largement les

financements que cette dernière apporte aux entreprises. Ce sinistre constat ne touche pas que les entreprises françaises, mais si les particularités nationales peuvent différer en termes d'importance accordée aux différents ingrédients de cette potion amère (plus de dividendes et d'accumulation financière en France, plus de rachats d'actions aux États-Unis...), tous les pays ont été frappés ces dernières années, à des degrés divers il est vrai, par un renforcement de la pression financière. Face à un ralentissement inquiétant des dépenses d'investissement productif, les pouvoirs publics ont cherché à rassurer les entreprises en espérant un redémarrage de l'investissement. Malgré les sommes colossales destinées aux différents crédits d'impôt et autres exonérations de cotisations sociales, l'appétit pour l'investissement n'est pas réellement revenu. Il faut dire que, sans qu'on puisse véritablement les quantifier avec précision, d'autres freins ralentissent le désir d'investir : que ce soit l'excès d'épargne ou le manque d'eldorados exploitables, les entreprises font face à des vents contraires qui limitent leur incitation à réaliser des investissements productifs.

Malgré ces sombres constats, les solutions ne manquent pas pour tenter d'inverser la tendance. Bien évidemment, une plus grande régulation de la finance devrait pointer au premier rang des priorités politiques. On pourrait imaginer différents dispositifs allant de la limitation des taux de distribution de dividendes, à l'interdiction des pratiques de rachats d'actions⁴⁸... Mais le point décisif serait sûrement de s'attaquer à la double arme de la finance (Auvray *et al.*, 2016) : la gouvernance d'entreprise qui fait primer la voix des actionnaires dans les sociétés ; la liquidité des marchés financiers qui permet à la finance d'organiser un chantage permanent sur les acteurs économiques (entreprises et États).

Pour modifier la gouvernance d'entreprise, il faudrait rompre avec le principe décisif du capitalisme selon lequel « Une action = une voix ». Les modalités concrètes ne manquent pas et peuvent même se combiner : représentation accrue des salariés au conseil d'administration des sociétés, invitation de nouvelles parties prenantes (élus, consommateurs, sous-traitants), renforcement des actionnaires de long terme au détriment des spéculateurs⁴⁹, priorisation des actionnaires ayant acheté des actions sur le marché primaire (le seul à financer les entreprises), mise en place d'un pôle actionnarial public au moyen d'une Banque publique dont les participations seraient gérées avec les partenaires sociaux⁵⁰, voire sorties organisées de la cotation boursière⁵¹...

⁴⁸ Sur ce dernier point, cela consisterait simplement à revenir à ce qui existait avant les années 1980 aux États-Unis, ou avant les années 1990 en Europe... On ne peut pas dire qu'il s'agissait de régimes foncièrement dirigistes !

⁴⁹ Une étude de McKinsey (Barton *et al.*, 2017) montre que 87% des cadres dirigeants ressentent une pression à produire une rentabilité financière à court terme, alors que les entreprises qui se projettent à long terme sont plus efficaces, que ce soit en termes de chiffre d'affaires, de profit, de capitalisation de marché, d'investissement, d'emploi... et même de rentabilité financière !

⁵⁰ On pourrait même penser à organiser une délégation de gestion des investisseurs institutionnels vers cette Banque publique. De nos jours, les investisseurs institutionnels délèguent déjà très fortement la gestion de leur portefeuille à des tiers, souvent court-termistes. On pourrait règlementer le secteur des investisseurs

Concernant la deuxième arme de la finance, la liquidité des marchés financiers, il conviendrait de modifier en profondeur notre manière d'appréhender aujourd'hui les marchés financiers : au lieu de privilégier la transparence immédiate de l'information au profit des marchés financiers, il faudrait par exemple abriter les entreprises derrière une certaine opacité de la communication d'informations financières, en cassant le rythme des publications trimestrielles qui entraînent une forme d'hystérie sur les marchés⁵² ; plutôt que de permettre aux acteurs financiers de liquider instantanément leurs positions⁵³, on pourrait exiger des délais et facturer des frais en cas de revente, à la manière de ce qui se pratique sur les marchés immobiliers ; plutôt que de laisser les capitaux franchir sans limites les frontières, on pourrait imaginer limiter la mobilité des capitaux, en imposant là aussi délais et taxes lors des franchissements des frontières ; ... Ces mesures n'ont pas vocation à être analysées ici dans le détail, mais cette liste a le mérite de montrer qu'il existe une alternative au cours actuel du capitalisme financiarisé.

À sa manière, le chapitre suivant partage le même objectif en proposant un aperçu de ce que pourrait être un monde définanciarisé, un monde qui aurait vu une application raisonnée de mesures de lutte contre une finance abusive.

institutionnels pour les contraindre à déléguer à la Banque publique qui bénéficierait alors d'un formidable outil pour lutter contre la financiarisation : rappelons que les investisseurs institutionnels détenaient 73% du capital des 1000 plus grandes sociétés américaines en 2009, contre seulement 11% en 1965 (Windolf, 2016).

⁵¹ La sortie de la Bourse n'est pas forcément un frein à l'investissement, bien au contraire. Asker *et al.* (2015) ont montré que les sociétés non cotées investissaient plus que les sociétés cotées. De plus, au sein des sociétés cotées, les firmes dont l'actionnariat est composé d'actionnaires de passage investissent également moins que celles qui dont l'actionnariat est impliqué à long terme.

⁵² Aspara *et al.* (2014) ont montré que les médias peuvent contribuer à renforcer le court-termisme sur les marchés financiers, et donc à presser davantage encore le management des entreprises.

⁵³ Fang *et al.* (2014) ont montré que la liquidité des marchés financiers, et notamment la présence d'investisseurs institutionnels qui achètent et revendent rapidement, est nuisible à l'innovation.

Chapitre 2. Mesurer les pertes de richesse

Après avoir, dans le premier chapitre, étendu notre concept de coût du capital et passé en revue les différents freins à l'accumulation du capital par les entreprises, nous proposons dans ce deuxième chapitre de nous lancer dans un exercice ô combien périlleux : mesurer les pertes de richesse consécutives à l'élévation du coût du capital. Ou, pour reprendre une formule paradoxale esquissée lors du premier rapport sur le coût du capital, nous allons tenter de délimiter la taille du cimetière regroupant les projets d'investissement qui n'ont pas vu le jour à cause de l'application d'une norme de rentabilité actionnariale trop élevée. Nous assumons pleinement le caractère très hypothétique d'un tel travail de recherche. Nous pouvons même aller jusqu'à affirmer que nous réalisons ici un travail de science-fiction au sens propre : grâce à une démarche scientifique, nous essayons de faire apparaître une fiction, c'est-à-dire un monde qui diffère de celui dans lequel nous vivons.

Nous proposerons ici deux stratégies qui donnent à voir, chacune à leur manière, ce qui aurait pu arriver si la finance n'avait pas consolidé son emprise sur l'économie réelle. Les deux stratégies, qui seront présentées successivement dans les deux prochaines sections, partagent cet objectif de matérialiser les pertes de croissance que nous avons subies à cause de la financiarisation, et donc, elles soulignent les gains en croissance et en emploi à attendre d'une définanciarisation de l'économie. Mais les deux stratégies d'estimation diffèrent dans leur radicalité : la première se propose d'estimer les conséquences économiques d'une définanciarisation des entreprises qui les pousserait à réinvestir les profits qui ne sont plus distribués en dividendes ; la seconde fait bien diminuer la distribution de dividendes par les entreprises, mais elle n'automatise pas le réinvestissement de ces profits dans des projets productifs en laissant le soin aux entreprises de décider si elles utilisent ces marges de manœuvre pour se désendetter ou accumuler des actifs financiers. La distance entre ces deux stratégies d'estimation des pertes de richesse est donc liée à la gouvernance des entreprises : dans le premier cas, il ne s'agit pas que de simuler la définanciarisation des entreprises, mais de les plonger dans un nouvel environnement institutionnel où ces dernières sont « contraintes » d'utiliser les profits pour l'investissement, ce qui implique bien évidemment une nouvelle gouvernance dans les entreprises ; dans le second cas, certes la distribution de dividendes est diminuée, mais l'économie reste dans une logique purement capitaliste où les entreprises décident de l'utilisation à faire de leurs profits. Quand il s'agira de mettre en parallèle les résultats issus de ces deux stratégies différentes, il conviendra de garder en tête la distance dans le degré de radicalité des deux tentatives d'estimation...

1. Réorienter l'utilisation des profits : des scénarios rétrodictifs

1.1. Introduction

L'objectif de cette partie est d'aborder le coût du capital sous l'angle des conséquences⁵⁴. Il s'agit de reconstituer la dynamique d'endettement des sociétés non financières sur longue période afin de décrire ensuite des scénarios d'endettement des entreprises sous l'hypothèse où elles n'auraient pas distribué de dividendes. Aucun indicateur n'étant parfait (Gadrey et Jany-Catrice, 2016), il reste que ces travaux vont dans le sens de la confirmation du diagnostic du premier rapport : l'élévation de la norme financière et la capacité du système financier à faire appliquer cette norme aux entreprises contraignent ces dernières à réduire le rythme de l'investissement et participent de la faiblesse de la croissance française ainsi que du niveau de chômage élevé.

Le premier indicateur présenté dans le rapport de 2013 fournissait une évaluation du coût du capital, sans référence à un surcoût, ni correction des effets de l'inflation. Il consistait simplement en l'addition des intérêts versés moins ceux reçus et des dividendes versés moins ceux reçus. Cet indicateur présente l'intérêt de la simplicité et permet de se faire une idée de la part de la création de valeur des entreprises prélevée par les actionnaires et le système financier. Le second indicateur présentait corrigeait la première évaluation de l'effet d'érosion des dettes par l'inflation. Il fallait pour cela reconstituer les stocks de capital fixe et estimer la part de ce capital fixe qui était autofinancée afin de savoir ce qu'il restait à financer de façon externe. La méthodologie choisie est simple et donne des résultats conformes à l'intuition, mais on peut légitimement s'interroger sur le fait que cette simplicité puisse occulter en partie l'objet étudié. En effet, cette méthodologie reposait sur la reconstitution des séries de capital fixe en faisant l'hypothèse que la valeur du capital fixe correspondait à la somme des 12 années de FBCF précédentes et que la valeur nominale de leur endettement correspondait à 50% de la valeur de leur stock de capital fixe. Cela peut occulter les variations de l'endettement des sociétés non financières liées à des changements de leur capacité de financement. Afin d'écarter cette éventualité, nous présenterons les résultats d'une méthodologie qui intègre la capacité de financement des entreprises. Il s'agit de reconstituer l'endettement des entreprises à partir du calcul des profits conservés des sociétés dont on déduit leur capacité de financement. Cela permet d'estimer l'endettement des sociétés non financières sur longue période et rend possible l'estimation du flux des intérêts qu'elles auraient eu à payer si elles n'avaient pas distribué de dividendes. Ces estimations permettent de reprendre le calcul du troisième indicateur présenté dans le rapport original qui visait à identifier, au sein de ce coût annuel du capital, ce qui relevait d'une sorte de pure rente (appelée « surcoût du capital »), et tentait d'en fournir une mesure. C'était l'objectif même dudit rapport.

⁵⁴ Cette partie a été largement inspirée par les travaux de Michel Doneddu (2014a, 2014b).

En abordant le coût du capital sous l'angle des conséquences, la reconstitution de l'endettement des sociétés non financières si elles n'avaient distribué ni dividendes, ni intérêts indus, permet également de se faire une idée des conséquences cumulées sur longue période du prélèvement de la rente. En effet, en réduisant la trésorerie des entreprises et en les contraignant à s'endetter davantage, l'extraction cumulative de la rente par les taux d'intérêt et les dividendes dégradent progressivement la situation financière des entreprises et limitent leur capacité d'investir, ralentissant leur développement. Cette dégradation de la situation financière des entreprises vient s'ajouter à l'ensemble des contraintes que fait peser la financiarisation sur l'activité économique.

Il s'agit, suivant cette méthode, de « réécrire » en quelque sorte l'histoire, en se demandant quelle trajectoire aurait pris l'économie française, et où nous en serions aujourd'hui, si la rente financière n'avait pas existé, c'est-à-dire si les revenus financiers excessifs distribués par les entreprises à leurs apporteurs de capitaux avaient servi à d'autres usages. Cette méthodologie n'est pas parfaite et réécrire l'histoire à l'aide d'hypothèses et de données parcellaires est un exercice facilement critiquable. Cependant, il permet de se faire une idée de l'ampleur du phénomène étudié et surtout de son évolution dans le temps. Car s'il ne sera pas aisé de convaincre l'ensemble des lecteurs de ce travail de l'exactitude de la mesure, ce qui n'est pas notre ambition, nous espérons que cette partie apportera une pierre supplémentaire à l'idée selon laquelle la hausse du coût du capital produit des effets considérables, bien qu'ils soient difficilement quantifiables avec exactitude.

Cette partie se termine avec la présentation des effets de deux chocs de définanciarisation qui auraient pu avoir lieu suite à la prise de mesures de politique économique en conséquence de la crise économique des *subprimes*. Il est question de présenter, à l'aide d'une macroéconomie rustique, les effets sur la croissance et l'emploi d'une réorientation intégrale ou partielle des dividendes versés vers l'investissement productif. Les effets de cette réorientation, bien qu'estimés de façon très simple, sont très positifs sur l'activité économique et l'emploi.

1.2. Scénarios d'endettement des sociétés non financières

Cette partie évoque tout d'abord les conséquences du financement des entreprises par émission d'actions et par endettement. Elle décrit ensuite une méthode de reconstitution de l'endettement des SNF à partir d'une reconstitution de leurs capacités de financement. Cela permet de reconstituer les flux d'intérêt versés par les firmes à long terme. Elle présente ensuite des scénarios où i) les firmes n'auraient pas distribué de dividendes, et où ii) les firmes n'auraient versé ni dividendes, ni les intérêts liés à l'endettement supplémentaire induit par le versement de dividendes.

Le financement par émission d'actions présente un intérêt non négligeable à court terme : il n'est nulle obligation pour l'entreprise de rembourser les capitaux propres apportés par la vente d'actions, contrairement à l'endettement qui constitue une contrainte sur la trésorerie

des entreprises à travers les flux de remboursement qui les obligent auprès de leurs créiteurs. Rassurons-nous, si l'entreprise ne s'engage pas à rembourser ses apporteurs de capitaux sous forme d'actions, ces derniers ne sont pas pour autant démunis : ils gardent la possibilité de revendre leurs actions à d'autres détenteurs de capitaux sur les marchés secondaires⁵⁵ et éventuellement de réaliser une plus-value si le cours des titres l'autorise. Ce financement par émission d'actions semble, présenté ainsi, tout à fait bénéfique aux parties prenantes.

Cependant, le financement par émission d'actions n'est pas sans inconvénient du côté de l'entreprise. Tout d'abord, il permet au rentier de prendre place au conseil d'administration de l'entreprise et d'orienter sa stratégie. Cet aspect du pouvoir actionnarial est bien connu et très largement documenté (Auvray *et al.*, 2016). Ensuite, le financement par actions contraint les entreprises, dans le cadre des institutions du capitalisme financiarisé, à viser des niveaux de rentabilité financière élevés et à verser des dividendes en rapport avec la norme attendue par les détenteurs de titres. Cette contrainte n'est pas moins prégnante que celles imposées par l'endettement, même si elle ne passe pas par le canal contractuel (qui fixe les intérêts et les échéances dans le cas des dettes). Elle emprunte les voies de la gouvernance actionnariale et de la discipline de marché.

L'ensemble des contraintes que les entreprises subissent afin de rémunérer les actionnaires ne souffre aucune limite *a priori*, que ce soit en termes de revenus distribués ou d'échéances. Les dividendes versés déterminent en effet la valorisation des actions sur le marché secondaire, conjointement avec le rendement exigible par les actionnaires et leurs anticipations de croissance des firmes. Or, ce rendement exigible (reflétant la réticence des épargnants à détenir ce type d'actif risqué) est fluctuant. Lorsqu'il s'accroît, le cours des actions tend à baisser, et les firmes doivent contrer cette tendance à la baisse par un versement accru de dividendes, en sorte de maintenir la valeur de marché des actions supérieure aux fonds propres comptables. Le taux de distribution des dividendes ne connaît donc comme limite que l'inconstance de l'humeur des épargnants. Il n'y a pas non plus de contrainte dans le temps : le porteur de l'action touche des dividendes quel que soit l'âge de l'action. Les dividendes sont versés indéfiniment, et continuent d'être versés bien après que l'investissement financé par l'émission d'actions soit totalement déprécié. Rien n'empêche que la somme des dividendes versés successivement excède très largement l'apport initial en capitaux propres permis par la vente de l'action. C'est ce droit de tirage sans échéance sur la valeur ajoutée des entreprises qui constitue une rente sans justification économique.

Ayant à l'esprit les conséquences du financement par action, nous présentons dans cette partie l'élaboration d'indicateurs décrivant le surcoût de ce dernier en comparaison du financement par endettement.

⁵⁵ 99% des transactions financières ont lieu sur les marchés secondaires. Voir les calculs réalisés sur les données du New York Stock Exchange par (Auvray *et al.*, 2016).

1.2.1. Reconstitution des séries de dette des SNF à long terme

Nous commençons par reconstituer des séries de dettes des entreprises. À partir des comptes des sociétés non financières de l'Insee 2016 (en base 2010), nous procédons à une estimation de leur endettement à long terme, les données de patrimoine financier ne démarrant qu'en 1995. Pour reconstruire des séries de dette à long terme, nous nous appuyons sur les comptes courants qui démarrent dès 1949.

Nous calculons les profits conservés des firmes afin d'en déduire ensuite leur capacité de financement. Les profits conservés des SNF correspondent à leurs ressources propres qui leur permettent de financer l'investissement :

Profits conservés = EBE - dividendes versés nets – intérêts versés nets – impôts sur les sociétés nets – cotisations sociales nettes – autres transferts courants nets + autres revenus de la propriété nets

Afin de reconstituer la trajectoire de la dette s'il n'y avait pas eu de dividendes distribués, nous calculons les profits conservés sans distribution de dividendes :

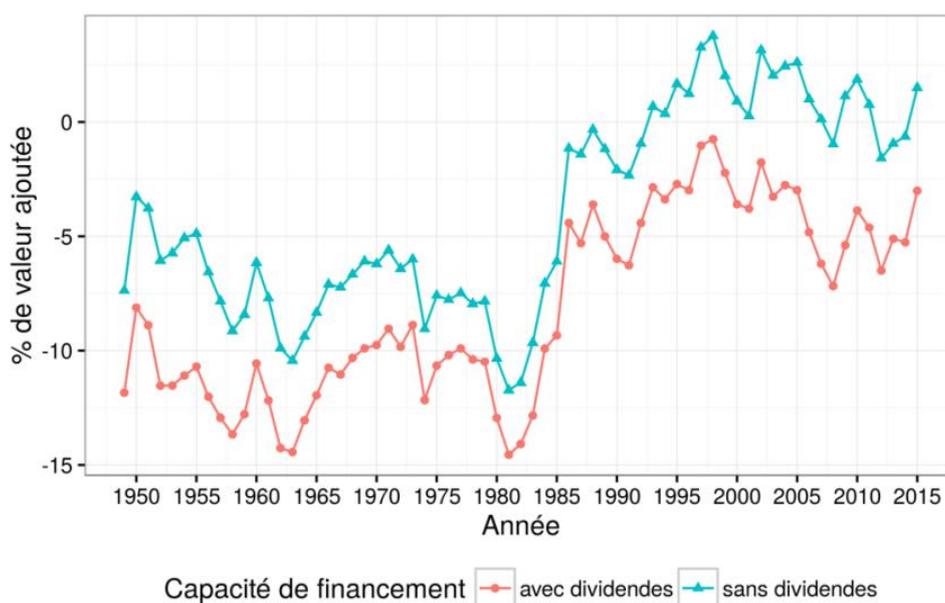
Profits conservés sans dividendes = Profits conservés + dividendes versés nets

Nous calculons ensuite la capacité de financement avec et sans dividendes :

Capacité de financement avec dividendes = Profits conservés - FBCF

Capacité de financement sans dividendes = Profits conservés sans dividendes – FBCF

Figure 1 : Capacité de financement des SNF estimée en pourcentage de valeur ajoutée



Afin de reconstituer la dette nous faisons deux hypothèses :

- Les dettes des SNF correspondent à 100% de la valeur ajoutée au début de l'année 1949 ;
- La capacité de financement vient réduire le stock de dette lorsqu'elle est positive et l'accroître lorsqu'elle est négative.

Ensuite, la dette évolue en fonction de la capacité de financement des entreprises :

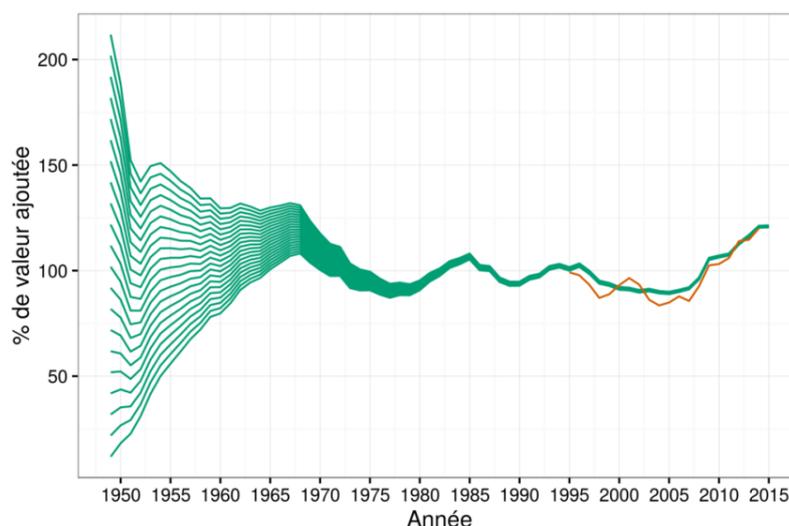
$$\text{Dette reconstituée avec dividendes}_t = \text{Dette reconstituée avec dividendes}_{t-1} - \text{Capacité de financement avec dividendes}_t$$

$$\text{Dette reconstituée sans dividendes}_t = \text{Dette reconstituée sans dividendes}_{t-1} - \text{Capacité de financement sans dividendes}_t$$

Afin d'avoir un point de comparaison avec l'endettement réel des entreprises, nous calculons leur endettement total sur la période 1995-2015, c'est-à-dire leur endettement bancaire et leur endettement de marché, qui comprend les titres de créance, les crédits ainsi que les autres comptes à recevoir/à payer⁵⁶.

Notre estimation simple, sans être parfaite, s'avère être assez proche des données produites par l'Insee à partir de 1995. Il est d'ailleurs possible de lever l'hypothèse selon laquelle l'endettement des firmes correspondait à 100% de leur valeur ajoutée au sortir de la Seconde guerre mondiale. Cela affecte peu les résultats sur la période récente comme le montre la figure ci-dessous où apparaît l'ensemble des simulations de dette avec dividendes pour lesquelles nous avons fait varier le taux d'endettement initial supposé (en 1949) de 0% de la valeur ajoutée à 200%, par incrément de 10%.

Figure 2 : Simulations de l'évolution de l'endettement des SNF pour différentes valeurs d'endettement en 1945



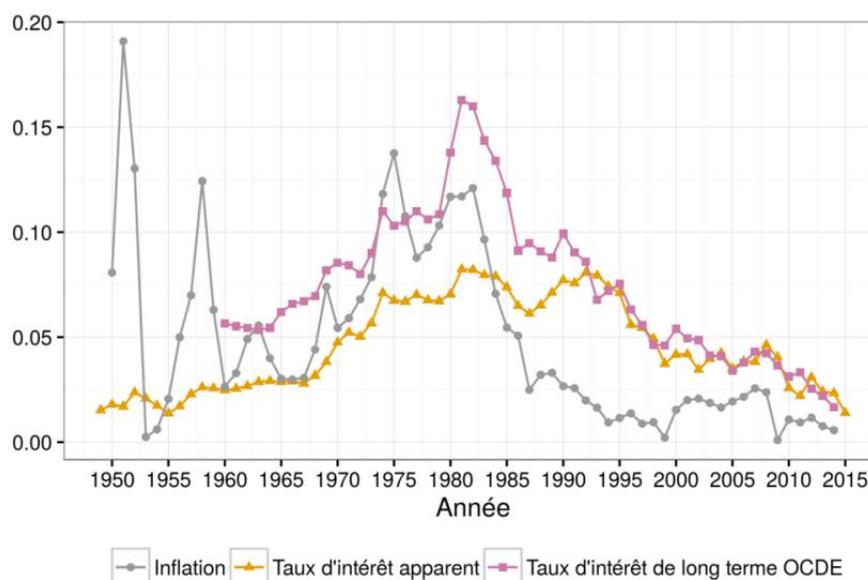
⁵⁶ Calculs effectués à partir des données Insee 2015 base 2010. Les comptes de patrimoine 2016 ne sont pas encore disponibles.

1.2.2. Estimation du taux d'intérêt apparent des SNF à long terme

À partir de la dette estimée avec dividendes, nous estimons le taux d'intérêt apparent⁵⁷ payé par les SNF, en prenant les données nominales :

$$\text{taux d'intérêt apparent} = \text{intérêts nets versés} / \text{dette estimée avec dividendes}$$

Figure 3 : Comparaison du taux d'intérêt apparent, du taux d'intérêt de long terme des bons du trésor français et de l'inflation



Le taux d'intérêt de long terme de l'OCDE est celui des obligations d'État à échéance de 10 ans. Il s'agit d'un indicateur qui ne reflète pas exactement les conditions de financement des SNF, mais plutôt qui donne un ordre de grandeur sur les taux d'intérêt pratiqués en flux auprès d'agents économiques peu risqués – ici, l'État français. Cet indicateur indique le taux auquel l'État se finance en flux sur l'année considérée ; il n'est donc pas immédiatement comparable au taux d'intérêt moyen sur le stock de dettes des SNF qui s'applique à des dettes qui ont été émises lors de l'année en cours, mais également les années précédentes. Il convient d'être prudent sur les taux d'intérêt apparents, car ils semblent être sous-estimés lors des périodes où l'inflation était forte, en particulier avant les années 1990.

⁵⁷ Le taux d'intérêt appliqué aux SNF est une construction théorique. En effet, les entreprises empruntent sur différentes maturités, à différents moments du temps, sur des encours plus ou moins importants. Les entreprises paient donc en pratique différents taux d'intérêt sur les différents emprunts (sans compter que les taux appliqués aux PME ne sont pas les mêmes que ceux appliqués aux grands groupes du fait d'une discrimination frappant les petites structures jugées plus risquées). Le taux d'intérêt apparent est un concept qui permet de faire comme si, chaque année, on pouvait fusionner l'ensemble des encours de prêts en un seul. On obtient alors le taux d'intérêt « moyen » appliqué aux SNF. Il est à noter que ce taux, en tant que moyenne, subira moins les soubresauts de la politique monétaire que les taux d'intérêt pratiqués dans l'année : si la politique monétaire se durcit subitement, le taux d'intérêt apparent n'en subira les conséquences que progressivement, à mesure que les nouveaux emprunts contractés dans la période évincent les anciens emprunts contractés durant des périodes plus clémentes. De plus, l'effet de lissage de cette estimation semble sous-estimer les dividendes lors de périodes de forte inflation.

1.2.3 Estimation de l'endettement des SNF sans les dividendes et les intérêts indus

Le premier rapport faisait l'hypothèse que l'endettement des entreprises correspondait à 50% de leur stock de capital fixe afin d'y appliquer le taux d'intérêt et reconstituer les séries de versements d'intérêts. Nous opérons ici de façon différente : si les firmes n'avaient pas versé de dividendes, elles auraient pu autofinancer une part plus grande de leurs investissements, recourir moins au crédit et ainsi économiser des intérêts sur cet endettement. Nous devons donc calculer le montant des intérêts qu'auraient versé les firmes si elles n'avaient pas versé de dividendes.

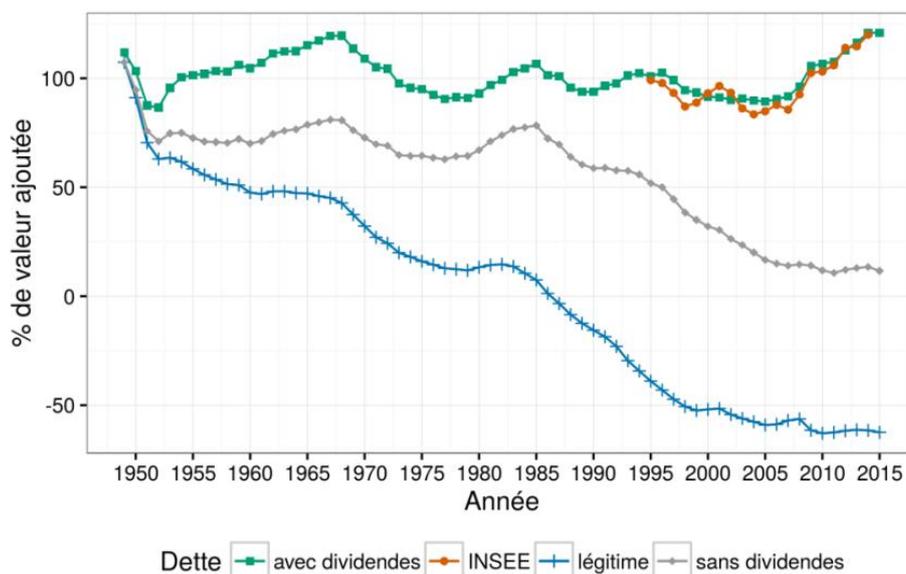
Maintenant que nous disposons des séries complètes, nous pouvons calculer ce que nous appelons ici la *dette légitime*, laquelle correspond à la dette des SNF si ces dernières n'avaient pas versé de dividendes. Pour l'estimer, il est nécessaire de calculer simultanément les intérêts versés nets lorsqu'il n'y a pas de distribution de dividendes et le niveau de la dette puisque ce dernier détermine les premiers :

$$\text{dette légitime}_t = \text{dette légitime}_{t-1} - \text{capacité de financement sans dividendes}_t - \text{intérêts nets INSEE}_t + (\text{dette légitime}_t * \text{taux d'intérêt apparent}_t)$$

On déduit par simple transformation l'équation suivante :

$$\text{dette légitime}_t = (\text{dette légitime}_{t-1} - \text{capacité de financement sans dividendes}_t - \text{intérêts nets INSEE}_t) / (1 + \text{taux d'intérêt apparent}_t)$$

Figure 4 : Estimations de l'endettement des SNF avec dividendes, sans dividendes, et sans dividendes ni intérêts indus



La première simulation, « dette avec dividendes » (tracé vert), nous montre que l'endettement des entreprises, lorsque nous prenons en compte la distribution de dividendes – scénario le plus proche de la réalité historique – gravite depuis les années 1960 autour de 100% de la valeur ajoutée. La hausse récente, observée à la fois dans cette

simulation et dans les données de la Comptabilité nationale (tracé orange), peut être expliquée par différents facteurs macroéconomiques. Parmi ceux-ci : les taux d'intérêt faibles depuis 2010, grâce à la politique monétaire accommodante de la BCE, incitant les entreprises à s'endetter pour distribuer des dividendes, afin de soutenir le cours de leurs actions, ou à racheter leurs concurrentes, ainsi que le ralentissement de la progression de la valeur ajoutée au dénominateur suite à la crise de 2008.

La deuxième simulation, « dette sans dividendes » (tracé gris), présente l'évolution de la dette sans distribution de dividendes, mais en continuant de retirer de la capacité de financement des SNF les intérêts versés nets issus de la Comptabilité nationale. Cette simulation n'est pas la plus pertinente de par sa cohérence interne, ni la plus originale, mais elle permet de se faire une idée de l'importance croissante qu'a prise la distribution de dividendes dans l'évolution de l'endettement des firmes.

La troisième simulation, « dette légitime » (tracé bleu), décrit la trajectoire de l'endettement des SNF dans un scénario où elles n'auraient pas distribué de dividendes et auraient profité de cette manne afin de se désendetter. Le graphique indique qu'une telle trajectoire aurait abouti, en fin de période, à un endettement négatif ! Une manière de traduire cela en termes raisonnables consiste à dire que dans un premier temps cette manne est bien consacrée au désendettement, pour ensuite – lorsque la dette est complètement apurée – alimenter l'accumulation d'actifs financiers rémunérés au taux d'intérêt apparent. Cette dernière simulation est sans doute un cas limite, peu réaliste, étant donné que l'objectif d'une entreprise n'est pas de se désendetter intégralement ni d'accumuler des actifs financiers (bien que ce type d'activité prenne une place de plus en plus importante dans leurs bilans). Cependant, cela nous permet de nous faire une idée des conséquences cumulées depuis 70 ans du surcoût du capital : si les sociétés non financières n'avaient pas distribué de dividendes, elles se seraient désendettées intégralement à la fin des années 1980 et auraient pu accumuler approximativement 60% de la valeur ajoutée en actifs financiers, ce qui représente plus de 600 milliards d'euros⁵⁸. Les marchés boursiers reçoivent bien plus en dividendes que les financements qu'ils apportent⁵⁹. Si on décrète une suppression des financements par action, l'économie réalisée grâce au non paiement de

⁵⁸ Remarquons ici que nous ne sommes pas les seuls à entreprendre ce genre de scénario supprimant les dividendes pour en déduire ce qu'il aurait pu se passer. Acharya *et al.* (2016) ont réalisé un travail similaire sur 51 grandes banques européennes. Malgré une insuffisance totale de capital évaluée à 123 milliards d'euros, les banques ont distribué environ 40 milliards d'euros de dividendes, soit plus de 60% de leurs profits en 2015. Les insuffisances de capitaux de la BNP Paribas ou de Barclays au regard des *stress tests* réalisés seraient effacées si les banques avaient mis en réserve leurs profits, plutôt que de les distribuer. D'ailleurs, à la manière de la réglementation américaine, l'Agence bancaire européenne songe à appliquer une règle interdisant aux banques échouant aux *stress tests* de distribuer des dividendes. Le résultat ne serait pas mince : « Si les régulateurs européens avaient adopté cette approche, et contraint les banques à cesser de verser des dividendes dès 2010 – année d'apparition de la crise des dettes souveraines en Europe – les capitaux ainsi conservés auraient pu combler plus de 50% des pénuries de capital » (Acharya *et al.*, 2016).

⁵⁹ En cela, on retrouve l'idée que nous avons déjà vue avec l'indicateur d'Epstein et Crotty (2013) dans le chapitre 1.

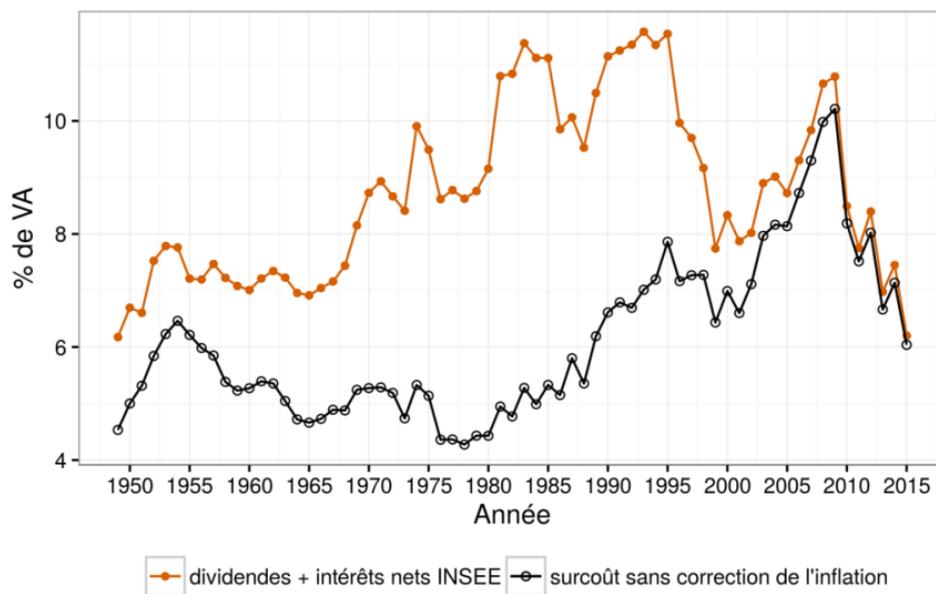
dividendes est donc plus importante que la perte de financement occasionnée par la disparition des émissions d'actions.

1.3. Différents calculs de surcoût du capital

1.3.1. Calcul du surcoût du capital sans correction de l'inflation

La partie précédente présentait le calcul simultané de l'endettement des SNF et des intérêts légitimes qu'elles auraient dû payer si elles n'avaient pas distribué de dividendes et si elles avaient intégralement consacré ces ressources financières à leur désendettement. À partir de ces résultats, nous pouvons calculer une première évaluation du surcoût du capital, sans correction de l'inflation. Cette évaluation procède simplement du calcul de la différence entre les dividendes et les intérêts nets versés fournis par la Comptabilité nationale (Insee) et les intérêts légitimes tels que nous les avons calculés précédemment.

Figure 5 : Surcoût du capital sans correction de l'inflation



On constate que le surcoût du capital présente une relative stabilité autour de 20% de la FBCF jusqu'à la fin des années 1970. L'accroissement du surcoût du capital commence au début des années 1980 et se poursuit tendanciellement jusqu'en 2009. La baisse du surcoût glissant du capital à partir de 2009 est attribuable aux mêmes raisons que celles qui expliquent la baisse du coût historique du capital, à savoir : le changement de base Insee.

Le surcoût glissant du capital tel qu'il est calculé ici permet de distinguer clairement deux régimes du capitalisme. La première période, jusqu'au début des années 1980, correspond aux Trente glorieuses durant lesquelles le surcoût du capital exhibait une tendance à la baisse, si on le rapporte à la valeur ajoutée, ou une tendance stable (entre 1960 et 1980) si on le rapporte à la FBCF. La seconde période correspond au régime d'accumulation financiarisé au sein duquel le surcoût glissant du capital prend une part croissante de la

valeur ajoutée, jusqu'en 2009, une tendance qui ne semble interrompue que par les crises financières majeures.

1.3.2. Calcul du surcoût du capital avec correction de l'inflation

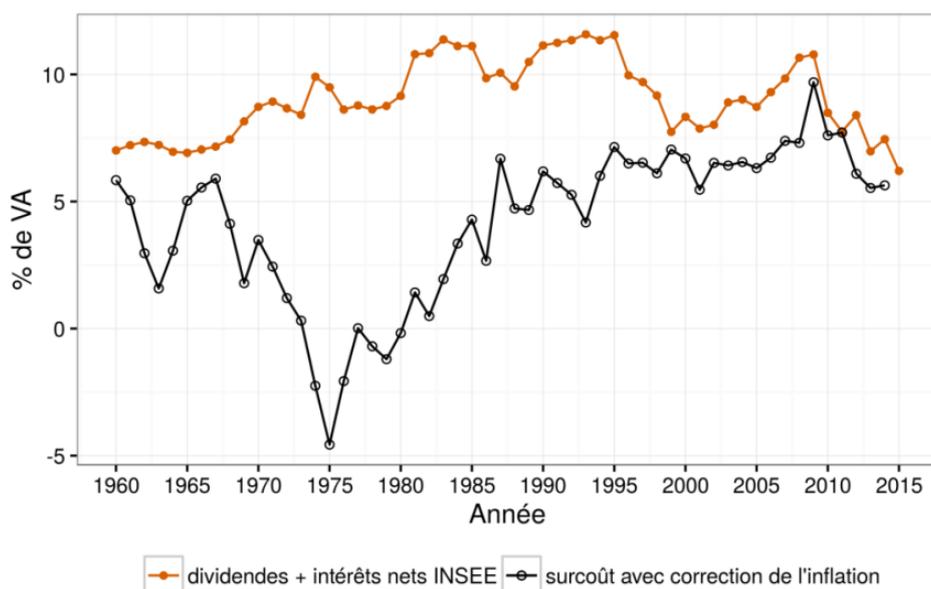
Afin de prendre en compte l'allègement du poids des remboursements des emprunts induit par l'inflation, nous calculons le montant réel des intérêts versés à l'aide du taux d'intérêt apparent déflaté de l'inflation. Nous avons vu que le taux d'intérêt apparent avait tendance à lisser les fluctuations liées à la politique monétaire et à l'inflation, et à être inférieur au taux d'intérêt sur les obligations d'État lors des périodes de forte inflation. Cela explique les fortes fluctuations du surcoût glissant du capital sur la période 1949-1980. Malgré ces fluctuations, on distingue nettement les deux régimes d'accumulation que sont le fordisme et le capitalisme financiarisé ainsi que le changement de régime qui a lieu au début des années 1980. Gardant cela présent à l'esprit, nous pouvons procéder à une deuxième évaluation du surcoût du capital, avec correction de l'inflation.

Le chemin qui y conduit consiste à corriger dans un premier temps le montant des intérêts nets versés de l'inflation (pour obtenir des intérêts en termes réels) et à calculer dans un second temps la différence entre, d'une part, les dividendes nets versés ajoutés à ces intérêts nets réels versés et, d'autre part, les intérêts légitimes.

Surcoût corrigé de l'inflation = dividendes nets + intérêts nets réels – intérêts reconstitués sans dividendes et intérêts indus

Avec intérêts nets réels = dette reconstituée * (tx des obligations – inflation)

Figure 6 : Surcoût du capital avec correction de l'inflation

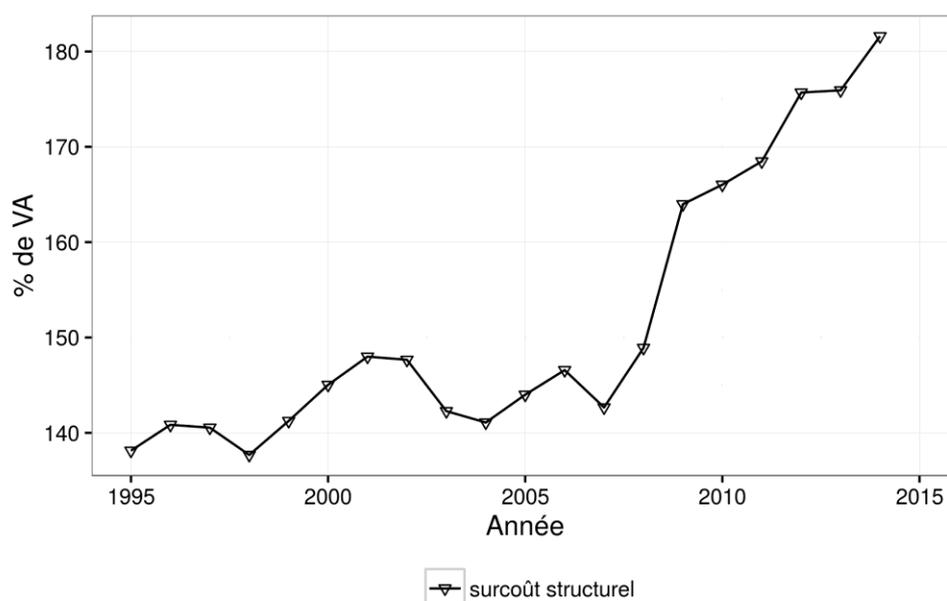


1.3.3. Le surcoût structurel du capital : les effets cumulatifs de la rente

Le surcoût glissant du capital donne à voir le coût annuel de la financiarisation. Cependant, ses effets se cumulent dans le temps. En effet, nous avons vu que la distribution de dividendes oblige les entreprises à accroître leur endettement et donc à verser plus d'intérêts que si elles avaient œuvré à se désendetter. L'indicateur de surcoût *structurel* du capital, que nous allons présenter maintenant, donne à voir les effets cumulés de la rente sur plus d'un demi-siècle. Il consiste à comparer la situation effective des entreprises décrite par la Comptabilité nationale et la reconstitution de la situation financière des SNF à laquelle nous nous sommes prêtés. Cependant, les comptes de patrimoine ne sont disponibles qu'à partir de 1995 et nous contraignent à mener la comparaison sur les 20 dernières années.

$$\text{surcoût structurel}_t = \text{dette INSEE}_t - \text{dette légitime}_t$$

Figure 7 : Surcoût structurel du capital



Chose prévisible, mais qui donne une idée de l'ampleur du phénomène, le surcoût structurel du capital accumulé depuis la fin de la Seconde guerre mondiale a atteint près de deux fois la valeur ajoutée des SNF et approche 2 000 milliards d'euros. Ce surcoût structurel traduit non pas un coût annuel pour les entreprises, mais plutôt l'endettement cumulé qu'a généré une politique de versement de dividendes trop généreuse. À la vue de ces résultats, il ne reste que peu de distance à parcourir pour affirmer que ce sont les actionnaires qui sont responsables de l'endettement des entreprises.

1.4. Réorienter les dividendes vers l'investissement productif

1.4.1. Réorientation intégrale des dividendes vers l'investissement productif

La question qui suit, une fois que l'on s'est donné une idée de l'ampleur du coût du capital, est d'imaginer ce qu'aurait pu être le monde sans lui. Les développements précédents ont

mis en lumière que les entreprises, sans la charge des dividendes, auraient pu se désendetter intégralement et accumuler de la trésorerie à des niveaux considérables. Ce n'est cependant pas un scénario très réaliste : une entreprise n'ayant pas vocation à se désendetter intégralement. Une façon d'aborder différemment cette question est d'imaginer qu'à la suite d'une crise financière qui n'aurait pas manqué de signaler la dangerosité du régime financiarisé, une autorité prenne la décision de remettre l'actionnaire à la porte des conseils d'administration des entreprises, en sorte que ces dernières consacrent dorénavant les ressources dont elles ne seraient plus spoliées à l'investissement productif.

La crise des *subprimes* ayant fait entrer la France en récession en 2009, nous faisons l'hypothèse que la décision de réorienter les profits vers l'investissement a été mise en œuvre en 2010. Dès cette année, nous faisons comme si la FBCF avait augmenté du montant des dividendes économisés. Pour 2010, cela représenterait 58 milliards d'euros, c'est-à-dire une augmentation de près de 26% de la FBCF, si l'on compare à ce qui s'est effectivement passé. Il est difficile d'évaluer précisément les effets d'une hausse de l'investissement sur la croissance et l'emploi et puisque ces scénarios ont un caractère très spéculatif, nous adoptons une méthode assez rustique en nous appuyant sur une macroéconomie simplifiée, afin de calculer le multiplicateur d'investissement.

Calcul du multiplicateur d'investissement

En adoptant la décomposition du revenu national suivante : avec Y pour le revenu national, C pour la consommation, I pour l'investissement, G pour les dépenses gouvernementales, X pour les exportations et M pour les importations :

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

Ainsi que les fonctions de comportement suivantes :

$$C = cY$$

$$M = \alpha C + \beta I + \gamma G + \delta X$$

On obtient le revenu d'équilibre suivant :

$$Y = \frac{(1 - \beta)I + (1 - \gamma)G + (1 - \delta)M}{1 - (1 - \alpha)c}$$

On en déduit le multiplicateur d'investissement, lequel dépend de la propension à consommer (c), de la propension à importer des biens de consommation (α) et de la propension à importer des biens d'investissement (β) :

$$\frac{\partial Y}{\partial I} = \frac{(1 - \beta)}{1 - (1 - \alpha)c}$$

Compte tenu des chiffres dont nous disposons, nous optons pour une évaluation très modérée du multiplicateur d'investissement à 1,3. Cela signifie que lorsque l'investissement productif croît de 1 milliard d'euros, le revenu national sera accru de 1,3 milliard d'euros. Une hausse de l'investissement produit une réaction d'une proportion supérieure à l'unité du revenu national, c'est la raison pour laquelle c'est un déterminant clé de la conjoncture macroéconomique.

À partir de 2010, nous calculons l'évolution du PIB nominal avec réorientation des dividendes de la façon suivante :

$$\text{PIB avec supplément de FBCF}_t = \text{PIB avec supplément de FBCF}_{t-1} + (\text{PIB INSEE}_t - \text{PIB INSEE}_{t-1}) + \text{supplément de FBCF}_t * 1.3$$

On déflate ensuite le PIB nominal de l'inflation, afin de mesurer la croissance réelle du revenu national. Cela permet de conclure qu'en 2010, il aurait été possible de récupérer près de 3.5 points de croissance, et approximativement 1.5 point chaque année entre 2012 et 2015.

Figure 8 : FBCF avec et sans choc de défianciarisation intégrale (en milliards d'euros)

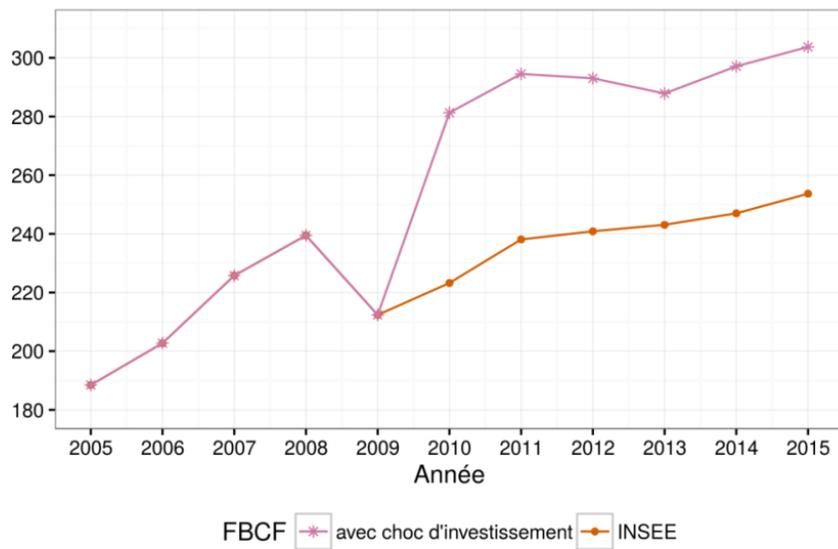


Figure 9 : PIB réel avec et sans choc de défianciarisation intégrale (en milliards d'euros)

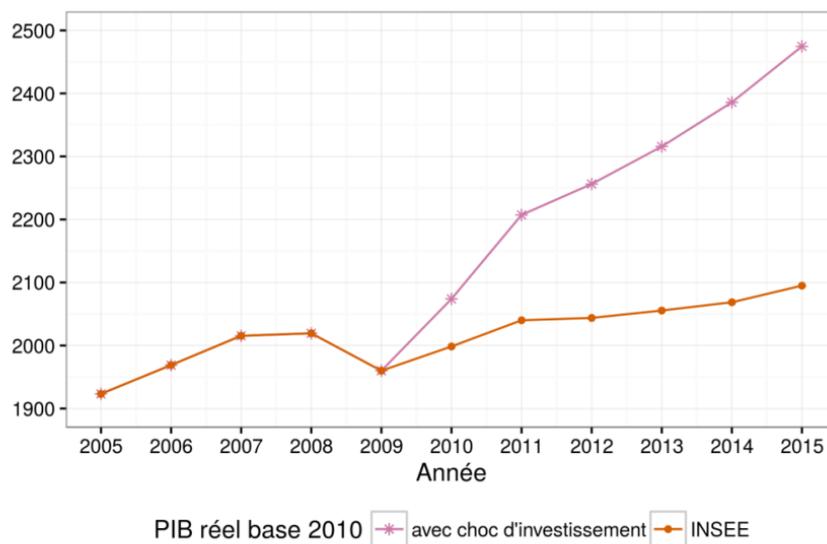
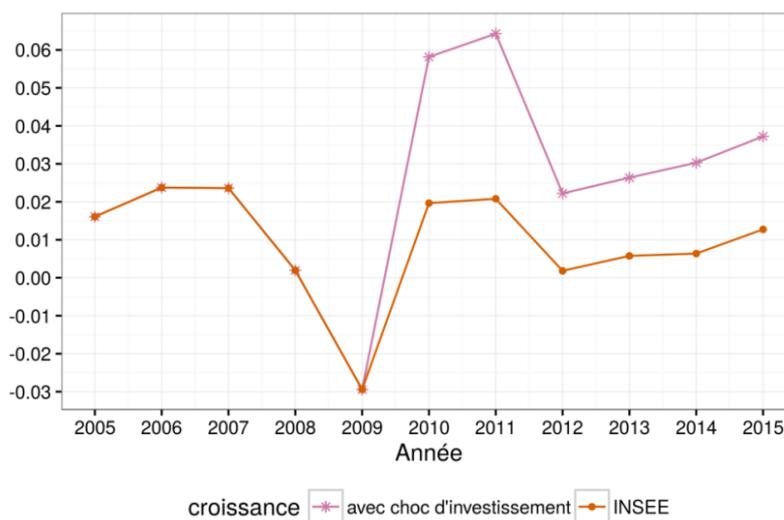


Figure 10 : Taux de croissance économique avec et sans choc de définanciarisation intégrale

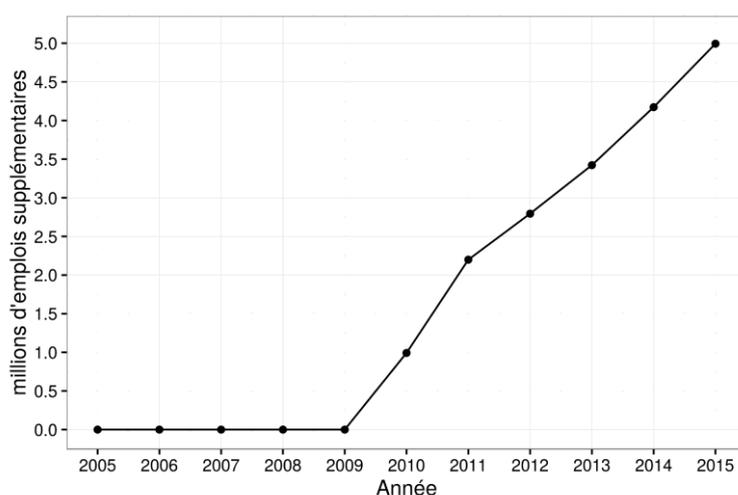


Pour évaluer l'effet sur l'emploi d'une telle mesure, on estime la productivité du travail à partir du ratio PIB réel/emploi de 2010. En faisant l'hypothèse que la productivité du travail est constante⁶⁰ de 2010 à 2015 (nous retenons son niveau de 2010), on peut évaluer le nombre d'emplois créés par la réallocation des dividendes vers l'investissement productif. On constate que dès la première année, suite au choc réorientant les dividendes vers l'investissement à hauteur de 58 milliards d'euros, il y aurait création de près d'un million d'emplois. En poursuivant sur ce régime durant cinq années, cette mesure aurait pu créer près de 5 millions d'emplois, selon nos estimations.

Bien que nos estimations partent d'hypothèses raisonnables – en particulier s'agissant de la valeur du multiplicateur d'investissement – le résultat auquel nous arrivons semble bien déraisonnable. Il faut cependant affirmer ici que ce n'est pas le résultat qui est déraisonnable : c'est le scénario lui-même. En supposant que toute la rente pourrait être convertie en activité, on fait sans doute une sortie de route qui nous projette loin des structures du capitalisme. Il n'empêche, l'exercice a sa valeur : il donne à mieux concevoir l'abîme qu'il y a entre les exigences du capital (qui ne veut pas lâcher sa part), d'un côté, et la création de richesse et d'emploi de l'autre.

⁶⁰ En faisant l'hypothèse d'une productivité du travail constante, on surestime légèrement les créations d'emploi, car on ne prend pas en compte l'augmentation de la productivité du travail. Cependant, cette dernière a fortement ralenti sur la période récente (et elle est très faible).

Figure 11 : Nombre d'emplois créés avec choc de définanciarisation intégrale



1.4.2. Réorientation partielle des dividendes vers l'investissement productif

Un scénario plus modéré consiste à supposer le retour à un niveau de distribution de dividendes proche de celui qu'a connu l'économie française durant la période fordiste. Sur la période 1949-1980, les dividendes versés nets représentaient en moyenne 14,2% de la formation brute de capital fixe. Pour ce deuxième scénario, on fait l'hypothèse que seuls 14,5% de la FBCF sont effectivement versés en dividendes et que le reste des dividendes versés est consacré à la FBCF. Le choc est moins important que le précédent, puisque tous les dividendes ne sont pas réorientés vers la FBCF. Il reste cependant conséquent, avec 450 000 d'emplois créés la première année et 1,62 million d'emplois créés en cinq ans. Cela donne une mesure sans doute plus réaliste des conséquences du retour de l'actionnaire dans la gestion des entreprises, lors du changement de régime d'accumulation. Plus réaliste, mais sans doute assez édifiante tout de même.

Figure 12 : FBCF avec et sans choc de définanciarisation partielle (en milliards d'euros)

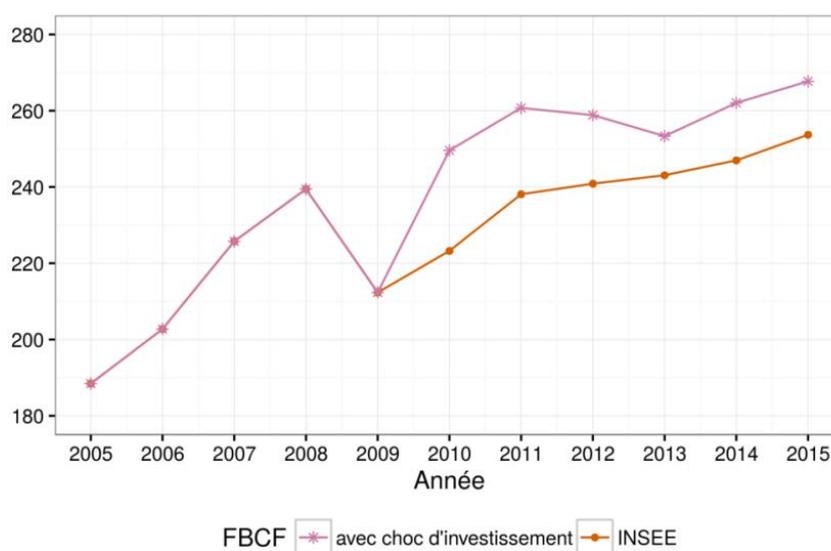


Figure 13 : PIB réel avec et sans choc de définanciarisation partielle (en milliards d'euros)

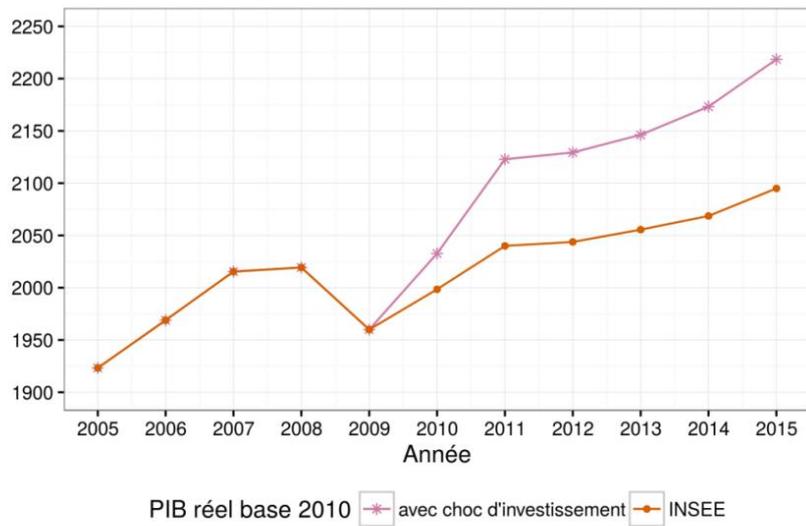


Figure 14 : Taux de croissance économique avec et sans choc de définanciarisation partielle

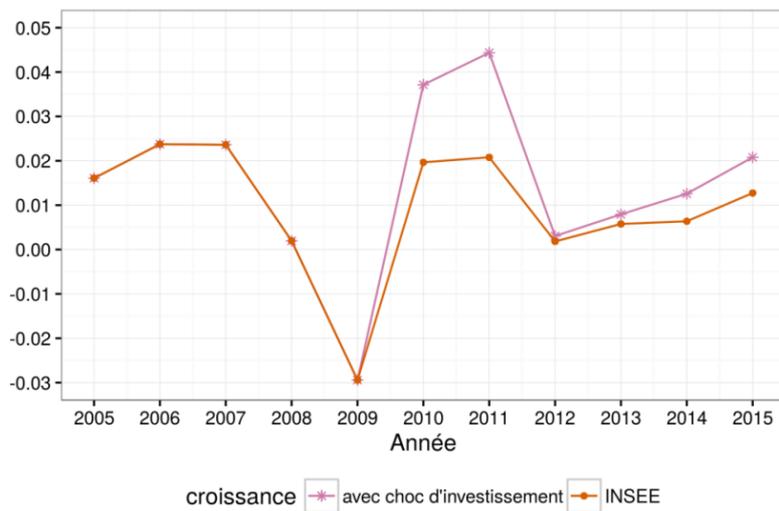
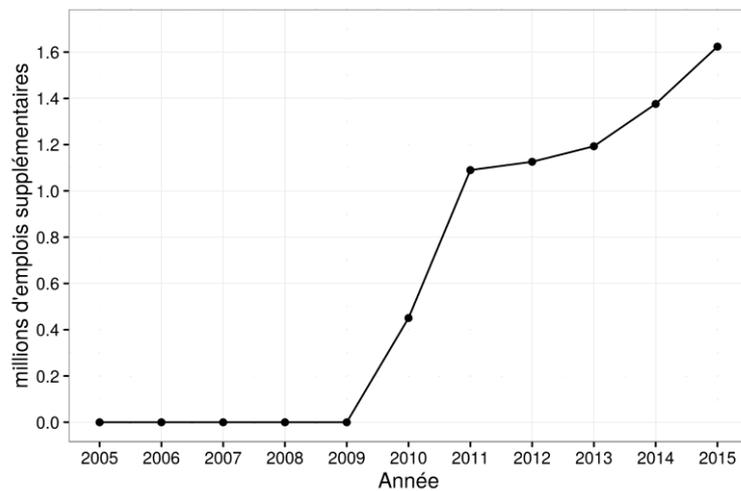


Figure 15 : Nombre d'emplois créés avec choc de définanciarisation partielle



Les résultats de cette partie reposent sur une méthode relativement rustique qui pourrait être sujette à critique puisqu'elle ne prend pas en compte les effets d'interdépendance entre pays liés à la mondialisation financière. En effet, la réduction du versement de dividendes au sein d'un pays peut avoir des effets dont les canaux de transmission sont internationaux. La prochaine section présente ce point à l'aide d'un modèle macroéconomique plus élaboré décrivant les trajectoires de deux zones économiques interdépendantes suite à la définanciarisation d'une de ces deux zones. Mais cette deuxième section installe également une autre gouvernance d'entreprise : alors qu'ici la baisse de dividendes se transformait en investissement, on verra désormais ce qu'il advient de nos économies quand la baisse des dividendes dégage des marges de manœuvre dont l'utilisation est laissée à la libre appréciation des entreprises.

2. Les gains à attendre d'une définanciarisation : une modélisation SFC

Le tournant libéral qu'a connu la France à partir du début des années 1980 s'est notamment traduit par l'augmentation des profits distribués aux actionnaires. Entre 1980 et 2009, les dividendes versés nets (dividendes versés moins dividendes reçus) sont passés de 3% de la valeur ajoutée à 8,4% de la valeur ajoutée. Au plus fort de la crise (entre 2009 et 2010), la part des dividendes a diminué sous l'effet de la baisse de la part des profits liée au maintien relatif de l'emploi par rapport à la baisse de la production.

Plus spécifiquement, dans l'industrie, le taux de marge a diminué de 12,5 points entre 2000 et 2012 alors que dans le même temps le taux de distribution des dividendes augmentait de 10 points, réduisant ainsi la marge disponible pour l'investissement. Plus que la question du niveau du taux de marge, on voit bien que le réel enjeu est celui de l'utilisation des profits : sont-ils dédiés à l'investissement productif, à la distribution de dividendes, aux rachats d'action, à l'accumulation financière ou au désendettement ? C'est la réponse à cette question qui détermine une bonne partie de la dynamique économique portée par les entreprises.

Autre fait stylisé saillant des dernières années, la faible progression des salaires et des prix des biens et services s'est accompagnée d'un rendement des actions élevé et d'une hausse des prix de l'immobilier sans reprise durable de l'investissement productif – ce dernier a même reculé en France et en zone euro depuis 2011. Comme on le verra dans le troisième chapitre, il est possible qu'une substitution se soit opérée entre les investissements productifs et les investissements immobiliers. Du côté des entreprises, certaines ont pu tabler sur le fait qu'il était plus rentable de spéculer sur la poursuite de la hausse des prix immobiliers plutôt que de se lancer dans des projets d'investissements productifs à la rentabilité incertaine. Du côté des ménages, l'engouement pour l'immobilier a pu être soutenu, au moins temporairement, par la progression de l'endettement, malgré la stagnation des revenus salariaux. Dans tous les cas, il est nécessaire de prendre en compte l'évolution du prix des actifs financiers et/ou immobiliers dans la construction d'un modèle macroéconomique.

Au Royaume-Uni et surtout aux États-Unis, la financiarisation de l'économie s'est traduite par des périodes de croissance forte (notamment durant les années 1990), mais caractérisée par une instabilité financière. L'endettement du secteur privé et la montée du prix des actifs financiers et immobiliers ont stimulé la croissance à travers la rentabilité financière et les effets richesses (et gains en capital) réduisant ainsi le chômage, mais au prix d'une récurrence des crises et d'une montée des inégalités. Les politiques macroéconomiques dans la période de sortie de crise constituent un réel soutien à l'emploi, mais elles n'ont pas remis en cause la dynamique inhérente au régime d'accumulation financiarisé.

Dans la présente section, nous proposons d'étudier cette dynamique, et d'estimer les effets positifs qui pourraient résulter d'une neutralisation de certains des canaux par lesquels se diffuse la logique du capitalisme financiarisé (notamment au niveau de l'utilisation des profits). Pour cela, nous développons un modèle « stock-flux cohérent » (SFC) d'une union monétaire à deux pays, s'inspirant des travaux de Duwicquet *et al.* (2013 ; 2010), Clévenot *et al.* (2010), Mazier et Saglio (2008), Godley et Lavoie (2007) et Lavoie (2003).

L'Union monétaire est composée de deux blocs – le bloc F et le bloc Z – de taille différente, le bloc F censé représenter la France étant cinq fois plus petit que le bloc Z censé représenter le reste de la zone euro. Cette asymétrie de taille entre la France et le reste de la zone euro permet de mieux apprécier les effets d'une politique économique ou d'une crise limitée à un pays (choc asymétrique) et les effets de diffusion d'un choc/politique économique dans le reste de l'Union.

Les forces économiques présentes dans le modèle tendent vers une trajectoire stagnationniste pesant sur les évolutions des salaires, de la dette publique et des taux d'intérêt. L'accumulation du capital est impactée par les exigences actionnariales imposant une norme de rentabilité financière. Le taux d'intérêt et le crédit occupent une place importante. Depuis les années 1990, la baisse des taux d'intérêt a permis de réduire fortement le coût d'endettement des entreprises. Le coût du capital mesuré par les revenus du capital (dividendes et intérêts versés nets) en pourcentage de la valeur ajoutée n'a en effet augmenté que modérément depuis la fin des années 1980 dans la mesure où la hausse des dividendes versés a été en partie compensée par la baisse des intérêts versés.

Nous défendons ici la thèse qu'une variation des taux d'intérêt et des dividendes versés doit être étudiée dans un cadre macroéconomique. Dans le modèle étudié, une baisse des taux d'intérêt favorise le financement de l'investissement par crédit sans pour autant que plus d'investissements soient effectivement réalisés. La baisse du coût du capital, à travers la baisse des taux d'intérêt, aurait donc peu d'effet sur l'investissement productif. En revanche, la hausse du coût du capital, *via* la hausse des dividendes versés, fait peser sur les entreprises une contrainte de financement qui peut s'avérer, comme nous le verrons, préjudiciable à l'investissement au niveau macroéconomique.

Dans la prochaine sous-section, nous présentons les principales relations sous-jacentes à la dynamique macroéconomique d'une économie financiarisée. Dans la sous-section 2, les résultats du modèle dans le scénario de référence (sans chocs exogènes) sont présentés à l'aide de graphiques montrant l'évolution des principales variables du modèle. Nous simulons également quatre scénarios concernant la distribution des dividendes dans les deux pays. L'idée est d'ouvrir les perspectives sur l'évolution d'une économie qui chercherait à se définanciariser : qu'elle le décide seule, ou en coordination avec ses voisins ; mais aussi, qu'elle accompagne cette définanciarisation d'une politique de relance budgétaire ou pas. L'intérêt de ce genre de simulation est de donner à voir les gains en emploi à attendre d'une politique résolue de définanciarisation qui passerait par une disparition des dividendes (et une baisse de l'accumulation financière des entreprises).

2.1. Présentation du modèle

Le recours à la modélisation présente l'avantage d'illustrer les mécanismes sous-jacents à un régime de croissance financiarisé. Le modèle développé repose sur des hypothèses théoriques d'inspiration post-keynésienne permettant de représenter les canaux de transmission, en grande partie endogènes, entre les différentes variables (marchés financiers, salaires, prix, emploi, accumulation du capital, taux d'intérêt...).

Le modèle décrit d'une manière complète les actifs et les passifs de tous les agents (firmes, ménages et gouvernement) des deux économies, ainsi que la matrice des flux réels et financiers qui les engendrent de période en période.

Par rapport au modèle IS-LM qui combine des flux réels et des stocks monétaires, les apports du modèle SFC apparaissent substantiels sur plusieurs points. Premièrement, les flux réels donnent lieu à une variation des stocks qui elle-même agit en retour sur les flux réels et financiers. Deuxièmement, le modèle inclut une dynamique d'accumulation du capital permettant de décrire les effets à court et à long termes. L'accumulation du capital implique une variation de la richesse réelle et financière des différents agents économiques. D'après la dynamique du modèle, les ménages dégagent une richesse monétaire et financière (dépôts, monnaie, actions et obligations). D'autre part, l'État ainsi que les entreprises accumulent des dettes. Troisièmement, l'accumulation de la richesse (dette) n'est pas illimitée. Les entreprises sont contraintes par leur ratio d'endettement tout comme l'État qui peut être sanctionné par les marchés financiers à travers l'augmentation du taux d'intérêt sur les bons du Trésor. De plus, le prix des actions est introduit *via* la confrontation de l'offre et de la demande émanant des ménages et des entreprises. Concernant le marché du travail, nous prenons en compte la dynamique des salaires, de l'emploi et de la population active. Sur le marché des biens et services, les prix sont déterminés par les coûts et les comportements de marge des entreprises.

Le tableau 1 ci-dessous résume les différents types de marchés coexistant dans le modèle.

Tableau 1 Les différents types de marchés

Types d'économie	Types de marché	Types d'agent
Economie réelle	Biens et services	Ménages, Entreprises, Etat, Reste du monde
Economie monétaire	Dépôts bancaires	Ménages, Banques privées
	Monnaie centrale	Ménages, Banques privées, Banque centrale
	Prêts	Entreprises, Banques privées
	Refinancement	Banques privées, Banque centrale
Economie financière	Actions	Entreprises, Ménages
	Obligations	Etat, Ménages
	Bons du Trésor	Etat, Banques privées

L'ensemble du modèle utilisé est détaillé en annexe n° 1, mais nous analysons ci-dessous deux des éléments les plus importants dans la dynamique macroéconomique : les comportements des entreprises concernant l'investissement, ainsi que les comportements des ménages au sujet de la consommation.

2.1.1. L'accumulation du capital

Le rythme d'accumulation du capital fixe constitue le cœur de la dynamique du modèle. Cette version du modèle retient l'équation d'investissement ci-dessous faisant apparaître le taux de profit, le stock d'endettement, la rentabilité des actions et le taux d'intérêt. En reprenant l'étude économétrique de Clévenot, Guy et Mazier (2010) portant sur les sociétés non financières résidant en France sur la période 1978-2008, nous fixons la valeur des coefficients k_1, k_2, k_3, k_4, k_5 et k_6 .

L'investissement dépend positivement de la part des profits conservés $\left(\frac{UP}{Y}\right)$, ainsi que du taux d'utilisation des capacités de production (TUC), et négativement de la structure d'endettement $\left(\frac{L}{K_{-1}}\right)$, du coût réel du crédit (rlr), et de la rentabilité des actions⁶¹ des deux pays (re^F et re^Z).

$$\frac{I^F}{K_{-1}^F} = k_0 + k_1 \cdot \frac{UP^F}{Y_{-1}^F} + k_2 \cdot TUC^F - k_3 \cdot \frac{L^F}{K_{-1}^F} - k_4 \cdot rlr^F - k_5 \cdot re^F - k_6 \cdot re^Z$$

$\frac{I}{K_{-1}}$ = taux d'accumulation, I = investissement désiré, K = stock de capital fixe, UP = profit non distribué, $\frac{UP}{Y}$ = part du profit conservé (après impôts et versement des intérêts et des dividendes), TUC = taux d'utilisation des capacités de production, L = endettement, rlr = taux d'intérêt réel sur les crédits, re = rentabilité des actions.

⁶¹ La rentabilité des actions est donnée par la formule suivante : $re^F = \frac{\Delta pe^F}{pe_{-1}^F} + \frac{DIV^F}{pe_{-1}^F \cdot E_{-1}^F}$ avec Pe = prix des actions, DIV = Dividendes, E = quantité d'actions émises.

La part des profits et le taux d'utilisation s'avèrent être les principaux déterminants de l'accumulation du capital. Néanmoins, le taux de rendement des actions et le ratio d'endettement (principe du risque croissant) jouent un rôle important notamment à moyen terme. L'augmentation du ratio d'endettement pèsera sur la trésorerie des entreprises et *a fortiori* sur leurs dépenses d'investissement. Concernant le taux de rendement des actions, les entreprises arbitrent en faveur de l'accumulation financière si le taux de rendement qu'elle procure est supérieur au taux de profit issu des activités de production. Mais le taux de rendement des actions peut également exercer une influence négative sur l'investissement productif du fait de la norme de rentabilité que les actionnaires imposent aux entreprises : ces dernières doivent sélectionner les projets d'investissement par ordre décroissant de rentabilité attendue, et l'élévation de la norme financière érigée par les actionnaires poussera les entreprises à entreprendre seulement les projets les plus rentables. Le taux d'intérêt réel est également un facteur non négligeable qui peut alourdir le coût des emprunts pour les entreprises, lorsque des tensions surviennent sur les marchés financiers.

Dans le modèle, nous prenons en compte les différentes possibilités de financement pour les entreprises : le financement interne par la conservation des profits, mais aussi le financement externe, que ce soit par crédit bancaire et/ou par émission d'actions. Mais nous essayons aussi de souligner les interactions possibles entre ces modalités de financement, et les contraintes que cela engendre pour les entreprises. Par exemple, le versement de dividendes est financé par la marge des entreprises dont l'augmentation ne peut être illimitée en raison de la contrainte concurrentielle, en particulier au niveau international. Ce comportement d'utilisation des marges de profit en faveur de la distribution de dividendes peut en retour défavoriser une partie des investissements productifs qui ne peuvent plus être autofinancés. Concernant le financement externe, la nécessité de maintenir un fort rendement des actions incite les entreprises à restreindre leur émission d'actions et à davantage recourir au crédit. Là encore, le financement s'avère contraint étant donné que la hausse du ratio d'endettement obligera les entreprises à émettre davantage d'actions, ce qui tendra à diminuer le prix des actions. Afin d'augmenter le rendement des actions à travers la hausse du prix des actions, les entreprises devront maîtriser leur ratio d'endettement et s'ajuster en diminuant leur investissement. La baisse du taux d'intérêt incitera les entreprises à s'endetter, mais dans le but de faire augmenter le prix des actions au détriment de l'accumulation productive.

De plus, dans le modèle les entreprises ont un comportement d'accumulation financière. Une partie des profits est donc dirigée vers la demande d'actions et non pas vers l'investissement productif. La financiarisation peut donc prendre la forme d'un détournement de richesses au détriment de l'investissement productif et de l'emploi. Mais, d'un autre côté, la financiarisation peut, à certaines conditions, enclencher une spirale vertueuse pour l'investissement et la croissance. Une augmentation du rendement des actions peut avoir des effets positifs sur l'accumulation en capital fixe. Une partie des

dividendes étant distribué aux ménages, la consommation pourra être stimulée grâce à l'augmentation du revenu des ménages. De même, les dividendes reçus, en particulier du reste du monde, pourront permettre de limiter l'effet du versement des dividendes sur les profits conservés par les entreprises. La hausse du prix des actions a une influence sur la demande assez importante dans le modèle. À travers les effets richesse et gains en capital, la croissance peut être tirée par la consommation et le taux de profit des entreprises peut se redresser suite à une augmentation de la demande de biens et services. Comme nous le verrons dans la section suivante, une baisse du chômage peut s'accompagner d'une hausse du prix des actions et du taux d'accumulation.

2.1.2. La consommation

La consommation est le deuxième moteur de l'activité économique. Traditionnellement, on pense toujours au salaire comme source de la consommation des ménages. Mais ces derniers reçoivent d'autres revenus qui sont susceptibles d'être dépensés : des prestations sociales et des dividendes notamment. De plus, les ménages peuvent aussi consommer en fonction de leur patrimoine et des variations de sa valeur : les plus-values réalisées par les ménages peuvent être en partie destinées à leur consommation, tandis que l'augmentation, non encaissée, de la valeur de leur patrimoine peut inciter les ménages à consommer plus alors qu'ils n'ont pas encore vendu le patrimoine en question (effet richesse). Dans notre modèle, l'équation de la consommation fait apparaître cinq propensions à consommer :

- La propension à consommer les salaires $c1$;
- La propension à consommer les revenus du capital $c2$;
- La propension à consommer les gains en capital $c3$;
- La propension à consommer les prestations sociales $c4$;
- La propension à consommer la richesse des ménages $c5$;

$$C_r^F = C0 + c1. (Wu^F . N^F - CL^F - Th^F) / P^F \\ + c2. (id^F . BD_{-1}^F + B_{F-1}^F + B_{F-1}^Z + DIVh_F^F + DIVh_F^Z) / P^F \\ + c3. (\Delta pb^F . B_{F-1}^F + \Delta pb^Z . B_{F-1}^Z + \Delta pe^F . Eh_{F-1}^F + \Delta pe^Z . Eh_{F-1}^Z) / P^F \\ + c4. PS^F / P^F + c5. VH_{-1}^F / P^F$$

(Wu = taux de salaire unitaire, N = nombre de salariés, id = taux d'intérêt sur les dépôts, BD = dépôts bancaires, B_{F-1}^F = Obligations émises par le gouvernement du pays F et détenues par les ménages du pays F ⁶², B_{F-1}^Z = Obligations émises par le gouvernement du pays Z et détenues par les ménages du pays F , $DIVh_F^F$ = Dividendes reçus par les ménages du pays F en

⁶² Nous supposons que les obligations sont à taux fixe, le prix de l'obligation (pb) étant l'inverse du taux d'intérêt (rb) soit : $pb^F = \frac{1}{rb^F}$. Les intérêts reçus par les ménages sont donc : $rb^F . pb^F . B_{F-1}^F + rb^Z . pb^Z . B_{F-1}^Z = B_{F-1}^F + B_{F-1}^Z$

provenance des entreprises du pays F, $DIVh_F^Z$ = Dividendes reçus par les ménages du pays F en provenance des entreprises du pays Z, PS = Prestations sociales, CL = Cotisations sociales, Th = impôts payés par les ménages, pb = Prix des obligations, pe = Prix des actions, Eh_F^F = Actions émises par les entreprises du pays F et détenues par les ménages du pays F, Eh_F^Z = Actions émises par les entreprises du pays Z et détenues par les ménages du pays F, VH = richesse des ménages, C_r = Consommation réelle, P = Prix à la consommation)

Des dynamiques économiques différentes peuvent émerger si les ménages consomment une large part de leurs revenus salariaux, mais qu'ils épargnent intégralement les dividendes reçus. Les valeurs de ces propensions à consommer sont donc cruciales pour déterminer si la financiarisation peut tirer la croissance, ou si elle ne fait que la plomber. S'il est classique de supposer que la propension à consommer les dividendes est inférieure à celle des salaires⁶³, on obtient nécessairement un effet négatif de redistribution du revenu national des salaires vers les dividendes : la dépense dans l'économie faiblissant, ce serait le niveau d'activité qui serait réduit. Mais, dans certaines circonstances, la financiarisation peut aussi stimuler la consommation. Ainsi, il est de coutume de dire qu'aux États-Unis, les ménages sont très sensibles aux effets richesse, et s'ils perçoivent que la valeur de leur patrimoine (immobilier et/ou financier) augmente, ils dépenseront plus en biens de consommation. De même, si les ménages sont fortement actionnaires dans des entreprises étrangères, ils recevront beaucoup de dividendes, ce qui pourra contribuer à stimuler la consommation intérieure.

Une partie du revenu disponible, augmenté des gains en capital, est donc consommée tandis que l'épargne correspond aux dépôts bancaires, à la détention de monnaie et à l'achat de titres (obligations émises par l'État et actions émises par les entreprises) domestiques et étrangers. La richesse financière des ménages se compose donc de quatre actifs financiers (dépôts, monnaie, actions et obligations). Le lecteur intéressé peut retrouver l'ensemble de la structure du modèle dans l'annexe n° 1.

2.2. Présentation du scénario de référence et des différentes versions du modèle

Dans les modèles SFC, il est nécessaire de calibrer dans un premier temps un scénario de référence. Il s'agit de prendre des valeurs pour les paramètres des équations qui permettront au modèle de produire une évolution réaliste des principales grandeurs économiques, de sorte qu'on puisse ensuite extrapoler quelque peu les résultats des

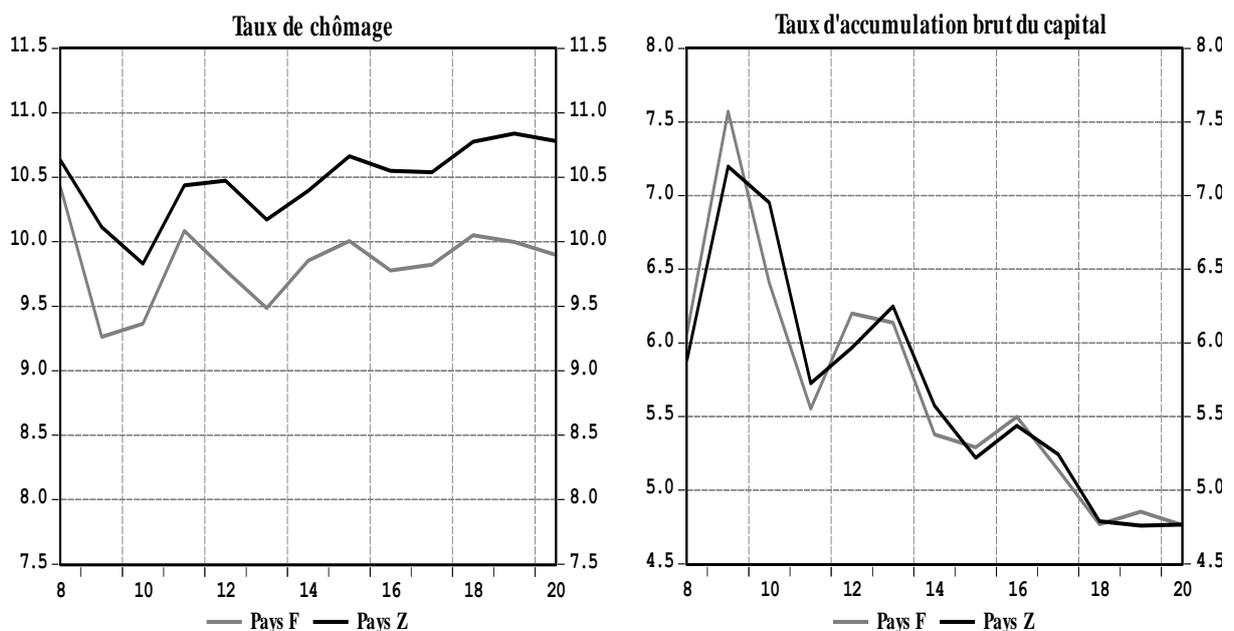
⁶³ L'Insee estime par exemple que la propension à consommer est de 80% du revenu disponible brut en moyenne, mais que pour les 20% des ménages les plus riches, cette propension tombe à 60% (Garbinti et Lamarche, 2014). Or, selon Garbinti *et al.* (2016), ce sont surtout les ménages les plus riches qui reçoivent les dividendes, car si les inégalités de patrimoine sont dans l'ensemble plus forte que les inégalités de revenu (les 10% des ménages les plus riches concentrent 54,5% du patrimoine brut national, alors que, en termes de revenu, les 10% les plus riches s'accaparent seulement un tiers du revenu national), la concentration de la propriété pour le patrimoine financier est encore plus forte que pour les autres formes de patrimoine (immobilier et professionnel) : plus on avance dans la distribution, plus le patrimoine financier représente une part importante du patrimoine total. Au bout du compte, les 10% les plus riches recevraient à eux-seuls les deux tiers des revenus du capital (voir figures 3 et 9 dans Garbinti *et al.*, 2016).

simulations ultérieures en lien avec les économies dans lesquelles nous vivons. Le deuxième temps de la modélisation SFC consiste à réaliser des « chocs », c'est-à-dire à regarder l'évolution de l'économie modélisée quand une ou plusieurs variables sont modifiées. On compare enfin cette nouvelle dynamique de l'économie avec le scénario de référence, c'est-à-dire qu'on regarde dans quelle mesure l'économie diverge, suite au choc, du chemin qu'elle aurait dû suivre. Dans un premier temps, nous détaillerons comment nous avons calibré le modèle pour qu'il corresponde au comportement de l'économie française (scénario de référence). Puis, dans un deuxième temps, nous présenterons les différents chocs que nous avons fait subir à cette économie virtuelle afin de mettre en évidence les conséquences d'une définanciarisation, unilatérale ou coordonnée au sein de l'union monétaire.

2.2.1. Le scénario de référence

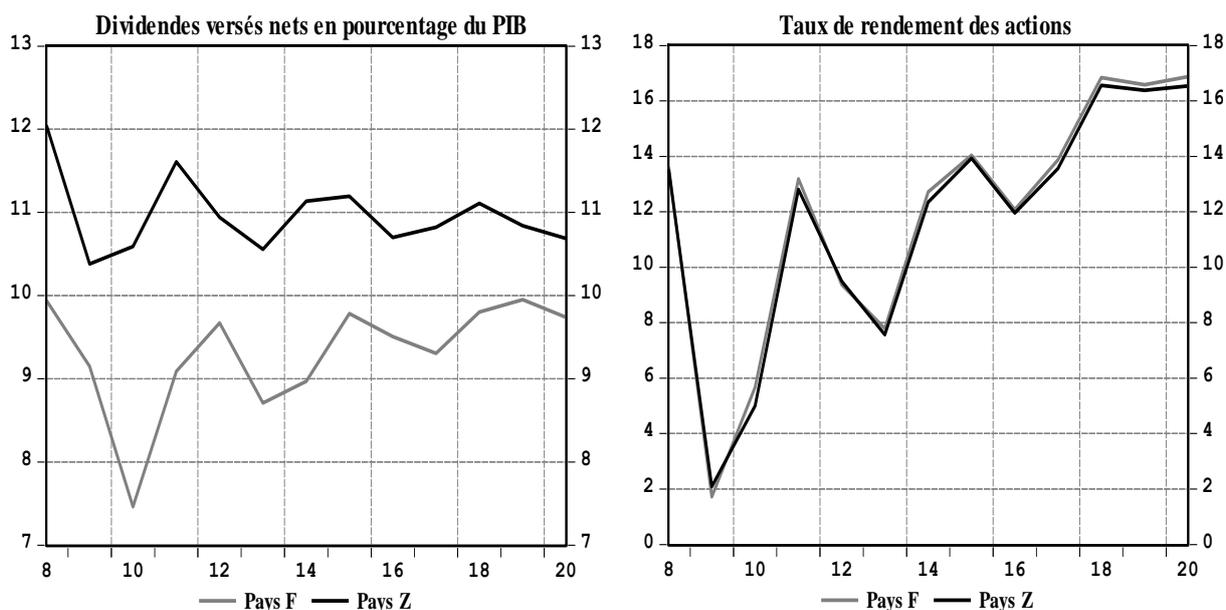
Le choix du scénario de référence s'avère délicat en raison de sa subjectivité. Le calibrage repose sur des ordres de grandeur réalistes au vu des principaux indicateurs de la Comptabilité nationale. Dans notre modèle, la croissance est relativement faible (autour de 1%) et la faible progression des salaires et des prix s'accompagne d'un chômage élevé (environ 10% pour le pays F et 11% pour le pays Z). Malheureusement, il s'agit d'une situation proche de la stagnation relative des économies française et européenne. Le scénario de référence retenu⁶⁴ a pour objectif de représenter une économie déflationniste en sous-utilisation des capacités de production caractérisée par un chômage élevé, une baisse de l'accumulation du capital et une augmentation du rendement des actions (graphiques 1 et 2).

Graphique 1



⁶⁴ Nous présentons ici le scénario de référence correspondant au calibrage 1. Afin de tester la robustesse du modèle, nous avons calibré le modèle de 3 façons différentes. Le détail des 3 calibrages est présenté dans le tableau 2.

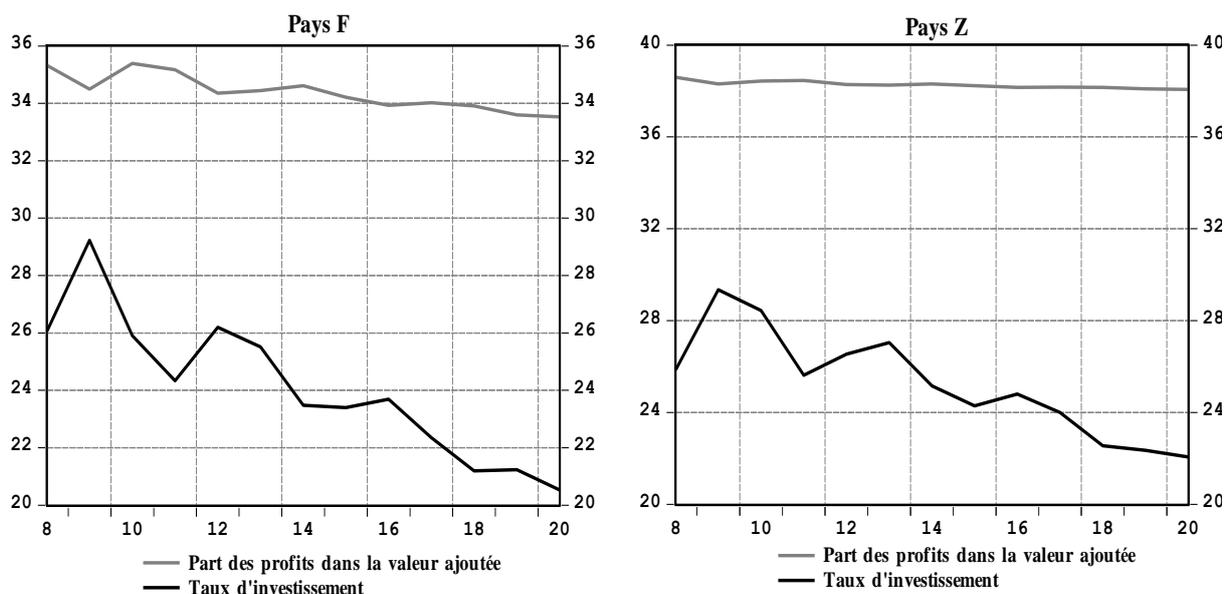
Graphique 2



La dynamique du taux de chômage s'avère très dépendante du taux d'accumulation du capital. D'après le graphique 1, le taux d'accumulation brut (sans dépréciation du capital) passe d'environ 7% à la période 9 à environ 4,8% à la période 20. Cette décroissance s'explique par l'effet négatif de la rentabilité des actions et du stock d'endettement et par l'atonie du taux de profit conservé. Dans le scénario de référence, la croissance est tirée principalement par la consommation des ménages et dans une moindre mesure par les dépenses publiques. Les effets de richesse ont un effet relativement important sur la consommation dans la mesure où la richesse des ménages augmente plus vite que les salaires, les prestations sociales ou les revenus du capital. Ces effets ne s'avèrent cependant pas suffisants pour faire diminuer le chômage dans la mesure où la part de la richesse des ménages dans la consommation reste bien plus faible que la part des salaires et des prestations sociales. De plus, la baisse de l'investissement et la dégradation de la balance commerciale réduisent encore plus la croissance.

Comme le montre le graphique 3, la part des profits est relativement stable dans les deux pays (même si l'on observe une légère diminution dans le pays F) tandis que le taux d'investissement est en fort recul. Le modèle reproduit ainsi fidèlement ce fait stylisé lié à la financiarisation de l'économie : le divorce entre profit et investissement (Cordonnier, 2006). Une partie des profits étant distribuée sous forme de dividendes, les profits conservés ne suivent pas la même évolution que la part des profits. La baisse de la part des profits conservés agit donc négativement sur l'accumulation du capital et le taux d'investissement.

Graphique 3

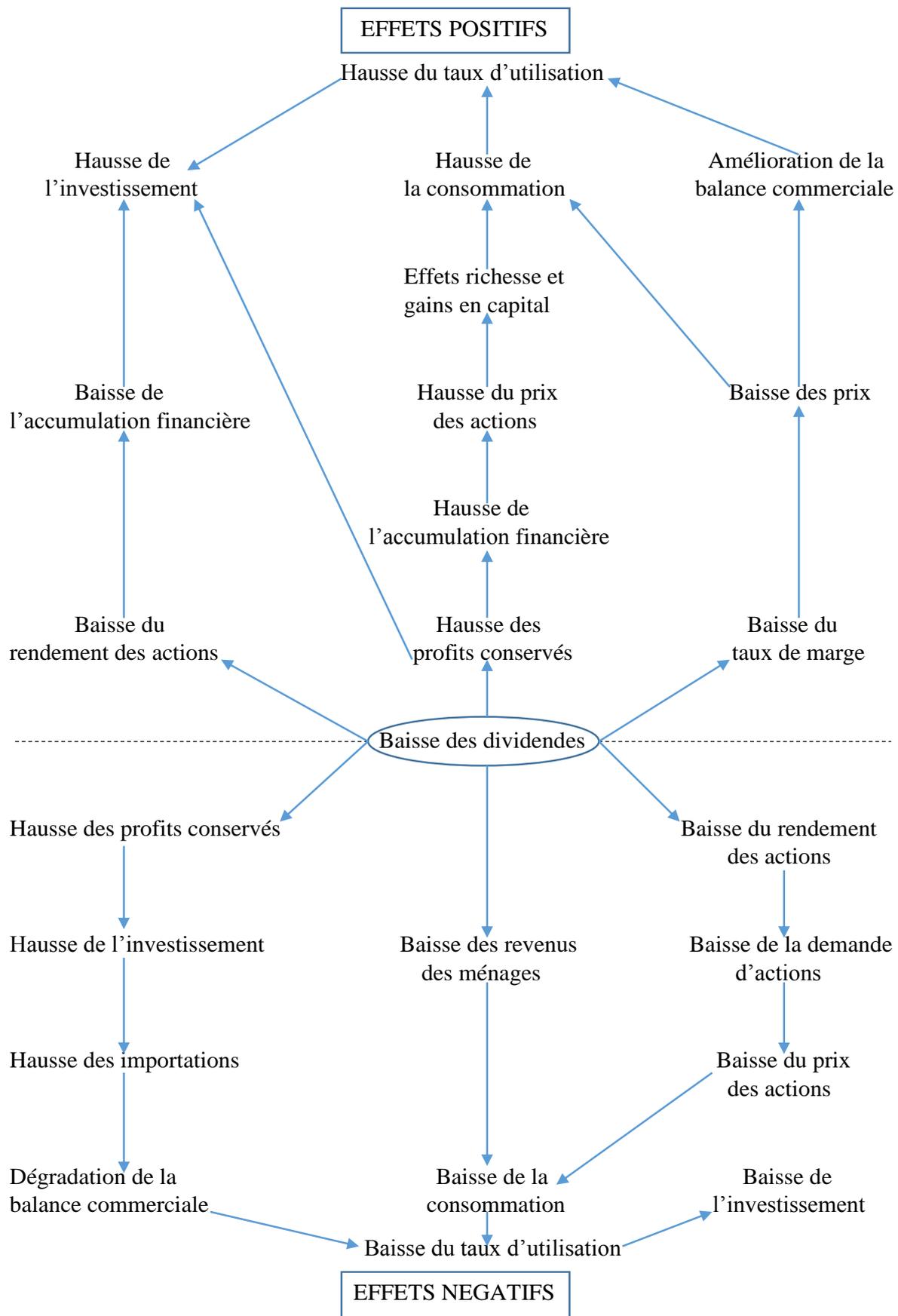


2.2.2. Les six scénarios

Afin d'étudier en détail l'effet d'une baisse des dividendes, nous simulons par rapport au scénario de référence, six « chocs », c'est-à-dire six scénarios dans lesquels une variable (au moins) se comportera différemment par rapport au scénario de référence. Dans tous les scénarios étudiés, nous simulons une politique de suppression des dividendes à partir de la période 10. C'est leur point commun. Mais nous avons élaboré six scénarios différents pour distinguer différents cas de figure accompagnant cette suppression de dividendes selon deux modalités : « la politique de suppression des dividendes est-elle faite dans le seul pays F ou dans les deux pays en même temps ? » ; « la politique de suppression des dividendes est-elle accompagnée d'une limitation de l'accumulation financière des entreprises et d'une relance budgétaire par l'État ? ».

Dans l'absolu, les effets macroéconomiques de la politique « zéro dividende » sont représentés par le schéma suivant.

Schéma 1 : Effets positifs et négatifs d'une réduction des dividendes



Une réduction des dividendes⁶⁵ a dans le modèle quatre effets immédiats : hausse de la part des profits conservés, baisse du revenu des ménages, diminution du taux de marge et réduction du taux de rendement des actions. Les effets de la variation de ces variables dépendront du calibrage du modèle et en particulier de la sensibilité de l'investissement à la part des profits conservés, des effets richesse et de la propension à consommer les dividendes. C'est pour cette raison que nous proposons trois calibrages différents afin de tester la robustesse des résultats du modèle⁶⁶. Ces calibrages peuvent être compris comme des variantes de l'économie française où les ménages et les entreprises seraient plus ou moins financiarisés, avec des comportements de consommation et d'investissement plus ou moins sensibles aux variables financières (comme cela peut être le cas aux États-Unis).

Dans tous les cas, la baisse des dividendes a un effet positif sur l'investissement à travers la hausse de la part des profits conservés. La suppression des profits distribués aux actionnaires aura également un effet sur le rendement des actions dont la réduction favorisera l'investissement productif au détriment de l'investissement financier. Les entreprises n'étant plus contraintes de dégager une marge destinée aux versements des dividendes pourront davantage autofinancer leurs investissements et diminuer leur taux de marge. Cette diminution sera dans le modèle favorable aussi bien aux entreprises, qui bénéficieront d'un gain de compétitivité-prix, qu'aux ménages, qui consommeront plus grâce à l'augmentation du salaire réel et de la part des salaires dans la valeur ajoutée.

Les effets richesse et gains en capital peuvent également stimuler la consommation des ménages, étant donné qu'une partie des profits seront destinés à l'accumulation financière, ce qui tendra à augmenter le prix des actions (notamment à moyen terme).

Mais d'un autre côté, la suppression des dividendes équivaut à une baisse des revenus des actionnaires qui se traduira par une baisse de la consommation dont l'ampleur sera fonction de la propension à consommer les dividendes retenue dans le calibrage (25% dans le calibrage 1, 60% dans le calibrage 2 et 10% dans le calibrage 3). Si l'accumulation financière est suffisamment réduite, le prix des actions aura tendance à diminuer (ou à augmenter moins que dans le scénario de référence), ce qui là aussi pourra diminuer la consommation à travers la baisse de la richesse des ménages et les pertes en capital.

Concernant les effets sur la balance commerciale, là aussi deux effets contradictoires seront présents. Si la hausse de l'investissement l'emporte sur la baisse de la consommation liée à la baisse des dividendes, alors le revenu national augmentera et dégradera la balance commerciale *via* un effet revenu passant par le canal des importations. Cette dégradation sera d'autant plus probable si la baisse des dividendes n'a lieu que dans le pays F (ce qui sera le cas du scénario 3). Si au contraire, la baisse des dividendes est symétrique dans les deux pays, l'effet revenu jouera en faveur du pays F (qui est plus petit et donc plus ouvert que le pays Z), et la balance commerciale du pays F s'améliorera grâce aux importations du pays Z.

⁶⁵ Les dividendes passent à partir de la période 10 à 0.

⁶⁶ Les trois calibrages sont présentés dans le tableau 2.

Les effets sur le taux d'utilisation seront également complexes et dépendront de la valeur du multiplicateur et de l'accélérateur pour chaque période, une hausse de l'investissement pouvant se traduire aussi bien par une hausse que par une baisse du taux d'utilisation avec un effet rétroactif sur l'investissement.

Dans le détail, les six scénarios étudiés seront identifiés de la manière suivante :

- Dans le scénario 1, nous étudions l'effet d'une suppression des dividendes dans les deux pays. Ce « choc » est simulé à la période 10 et correspond à une baisse d'environ 10 points de PIB par rapport au scénario de référence (graphique 2) ;
- Dans le scénario 2, nous repartons du scénario 1 (les dividendes sont supprimés dans les deux pays), mais dans le même temps nous supposons que l'accumulation financière (achat d'actions de la part des entreprises) est réduite dans les deux pays. Nous modifions donc un deuxième canal de financiarisation dans la gouvernance des entreprises ;
- Le scénario 3 reprend les hypothèses du scénario 2 en y ajoutant une politique de relance budgétaire dans les investissements d'avenir (éducation, santé, infrastructures, transition écologique). L'ampleur *ex ante* de cette hausse des dépenses publiques équivaut à un point de PIB du scénario de référence pour les deux pays. Comme pour la suppression des dividendes, cette politique est menée à partir de la période 10. L'idée est de donner à voir une définanciarisation qui ne porte pas que sur les dividendes, mais qui suppose une réorientation plus ambitieuse de la dynamique économique (baisse de l'accumulation financière et politique de relance budgétaire) ;
- Dans le scénario 4, nous étudions l'effet d'une suppression des dividendes uniquement dans le pays F ;
- Dans le scénario 5, sont étudiés les effets de la même politique mise en place dans le scénario 2, mais uniquement dans le pays F ;
- Enfin, le scénario 6 correspond à une politique zéro dividende combinée à une réduction de l'accumulation financière et à une relance budgétaire, mais uniquement pour le pays F (le ralentissement de l'accumulation financière et la hausse des dépenses publiques est donc ici asymétrique).

Les mécanismes macroéconomiques et *a fortiori* leurs effets sur la répartition du revenu, l'emploi et l'accumulation du capital pouvant être différents selon les paramètres retenus dans les équations de comportement, nous proposons trois calibrages du modèle.

Tableau 2 : Valeur des différents coefficients dans les 3 calibrages du modèle

	Calibrage 1	Calibrage 2	Calibrage 3
Sensibilité du taux d'accumulation à la part des profits conservés : k1	4,5%	6%	1%
Sensibilité du taux d'accumulation au taux d'utilisation : k2	4,5%	2%	6%
Propension à consommer les salaires : c1	82%	80%	85%
Propension à consommer les dividendes : c2	25%	60%	10%
Propension à consommer les gains en capital : c3	1%	8%	0%
Propension à consommer les prestations sociales : c4	82%	80%	82%

Dans le calibrage 1, nous supposons que l'investissement dépend de la part des profits conservés et du taux d'utilisation des capacités de production avec un coefficient équivalent et fixé à 4,5%. La propension à consommer les salaires et les prestations sociales est supposée nettement supérieure (82%) à la propension à consommer les dividendes (25%) et les gains en capital (1%). Les coefficients de l'équation d'investissement ainsi que les propensions marginales à consommer étant extrêmement difficiles à mesurer empiriquement, nous proposons deux calibrages alternatifs au calibrage 1, dans le but de tester la robustesse du modèle.

Le calibrage 2 accorde une place plus importante aux profits. Dans ce calibrage, l'investissement est davantage sensible à la part des profits conservés qu'au taux d'utilisation. La propension à consommer les dividendes est fixée à 60% contre 80% pour la propension à consommer les salaires et les prestations sociales. La propension à consommer les gains en capital est relativement élevée (8%). De par la forte sensibilité de l'investissement au profit, les entreprises sont supposées ici se déterminer plus par la rentabilité et la disponibilité de l'autofinancement que par l'état de la demande sur le marché. De même, du fait de la forte propension à consommer les dividendes et les gains en capital, ce calibrage est celui dans lequel la croissance risque d'être la plus dépendante de la finance au niveau de la consommation.

Dans le calibrage 3, contrairement au calibrage 2, l'investissement est plus sensible au taux d'utilisation : les entreprises regardent davantage l'état de la demande que la rentabilité ou l'autofinancement lorsqu'il s'agit de décider d'investir ou non. La propension à consommer les salaires est plus élevée que dans les autres calibrages (85% contre 80% dans le calibrage 2 et 82% dans le calibrage 1) tandis que la propension à consommer les dividendes est relativement faible (10% contre 60% dans le calibrage 2 et 25% dans le calibrage 1). La propension à consommer les gains en capital est supposée nulle. Ce calibrage met donc en

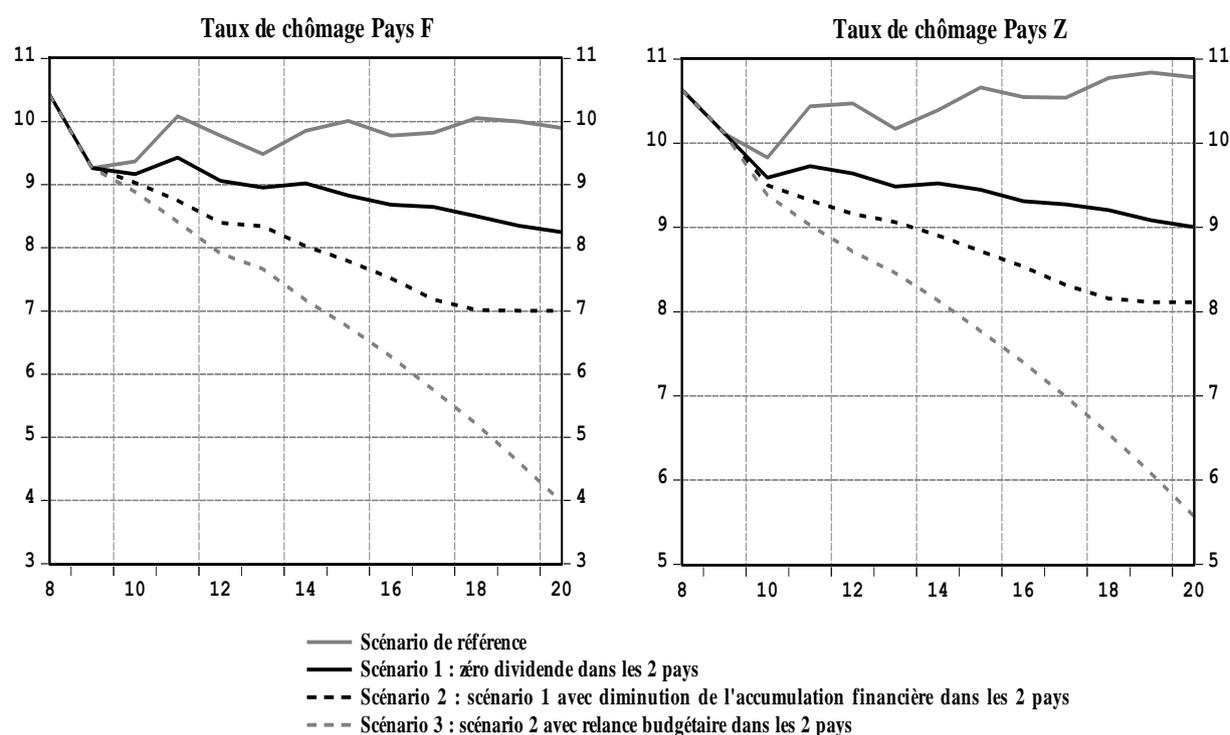
avant une situation dans laquelle les ménages sont peu financiarisés (à l'opposé du calibrage 2 où ils étaient très sensibles aux marchés financiers).

En fonction de chaque calibrage, les scénarios de référence seront donc différents ce qui permettra de comparer l'effet des quatre scénarios relativement au scénario de référence propre à chaque calibrage. Dans un premier temps, nous présentons les résultats obtenus d'après le calibrage 1 pour les scénarios 1 et 2.

2.2.3. Scénarios 1, 2 et 3 dans le calibrage 1

Le graphique 4 présente l'évolution du taux de chômage dans les deux pays. Par rapport au scénario de référence, le taux de chômage apparaît moins élevé dans les trois scénarios étudiés. Dans le scénario 1, la suppression des dividendes permet de réduire le chômage dans les deux pays d'environ 1 point à court terme et de 2 points à moyen terme. Si la suppression des dividendes a bien un effet positif sur l'emploi, cette politique à elle seule ne suffit pas à revenir au plein emploi. À la période 20, le taux de chômage est d'environ 8% dans le pays F (contre 10% dans le scénario de référence) et de 9% dans le pays Z (contre 11% dans le scénario de référence).

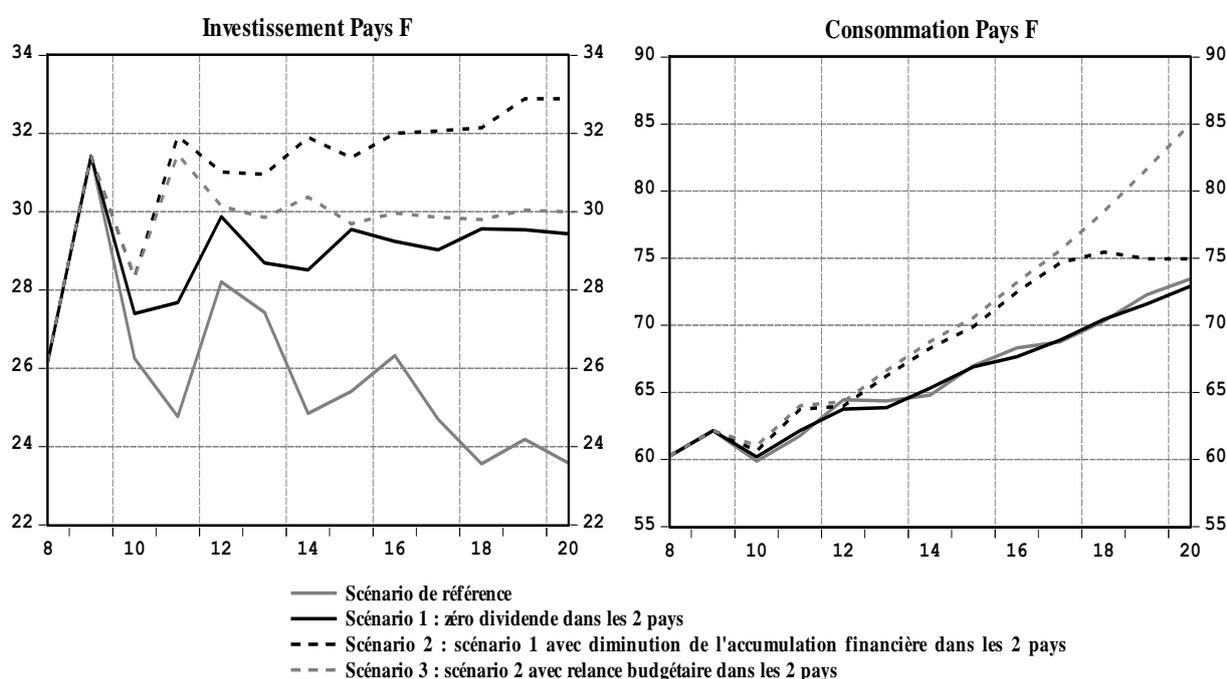
Graphique 4



Dans le scénario 2, la baisse du chômage s'avère plus importante que dans le scénario 1 étant donné qu'une partie de la hausse des profits conservés est davantage destinée à l'investissement productif plutôt qu'à l'investissement financier. La réduction de l'accumulation financière permet de diminuer le taux de chômage d'environ 1 point dans les deux pays par rapport au scénario 1.

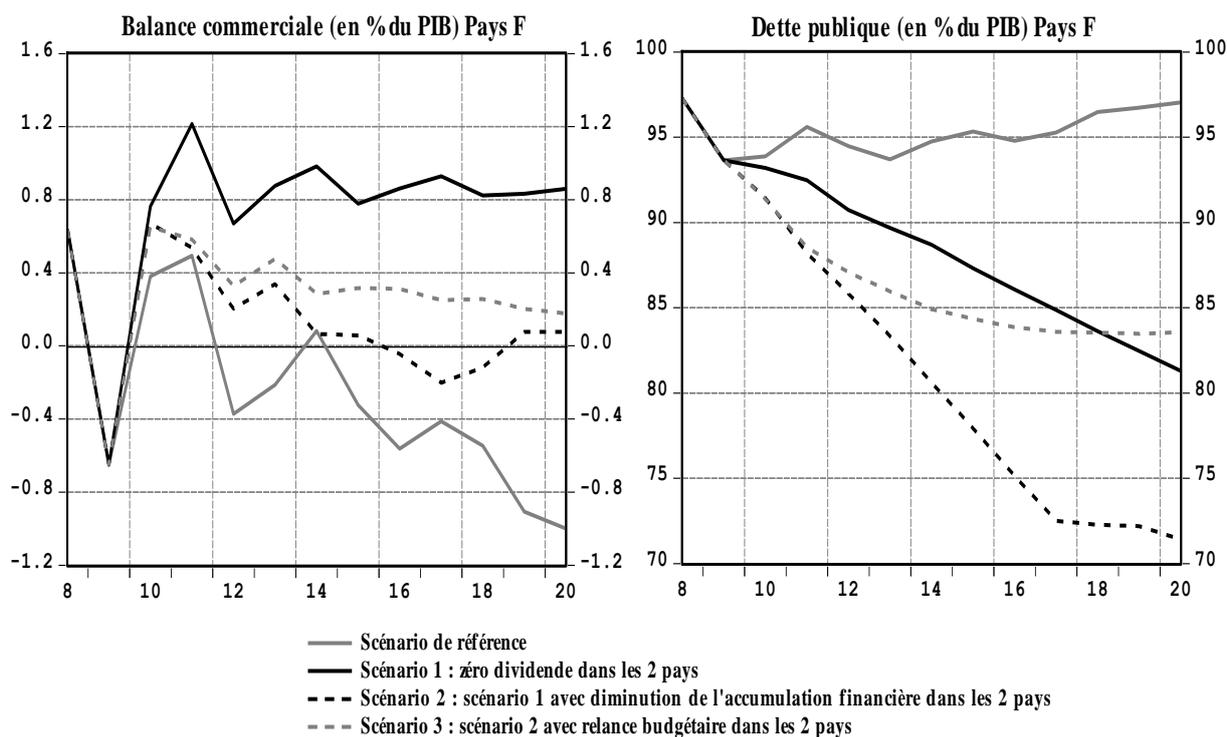
Dans le scénario 3, le chômage est plus fortement réduit en particulier à moyen terme où, à la période 20, le taux de chômage n'est que de 4% dans le pays F et de 5,6% dans le pays Z. Le modèle étant d'inspiration post-keynésienne, la stimulation de la demande à travers la hausse des dépenses publiques permet d'enclencher un effet multiplicateur favorable à la consommation et un effet accélérateur à travers la hausse du taux d'accumulation qui agit positivement sur l'investissement. De plus, dans le scénario 3 (comme dans le scénario 2), les entreprises arbitrent davantage en faveur de l'investissement productif par rapport à l'accumulation financière : les profits dégagés par la suppression des dividendes n'alimentent donc pas une spéculation financière, mais davantage une accumulation de capital productif.

Graphique 5



D'après le graphique 5, l'investissement ne décroît pas dans les scénarios 1 et 3 et augmente dans le scénario 2 par rapport au scénario de référence grâce aux effets précédemment invoqués. La différence entre le scénario 1 et les scénarios 2 et 3 s'observe dans l'évolution de la consommation. Dans le scénario 1, la consommation suit la même trajectoire que dans le scénario de référence. La suppression des dividendes agit négativement sur la consommation, mais cet effet est compensé par la baisse du taux de marge qui, *via* la hausse de la part des salaires, a un effet positif sur la consommation. Dans les scénarios 2 et 3, en revanche, la consommation s'avère plus importante que dans les deux autres scénarios grâce au multiplicateur d'investissement. À moyen terme la consommation est davantage stimulée dans le scénario 3 par rapport au scénario 2 grâce à l'effet multiplicateur des dépenses publiques. On observe également que l'investissement est moins dynamique dans le scénario 3 que dans le scénario 2, car les entreprises font face dans le scénario 3 à une plus forte détérioration de leurs marges de profit (du fait de la forte réduction du chômage), ce qui comprime leur désir d'investir.

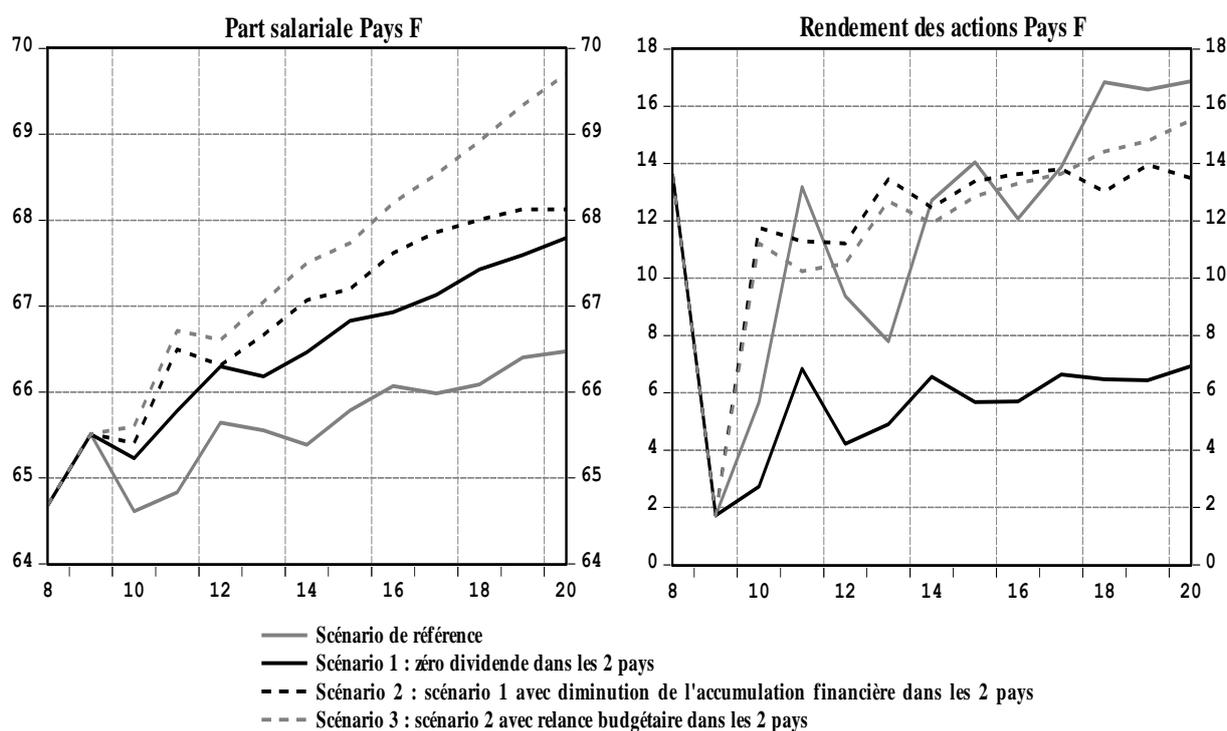
Graphique 6



L'effet sur la balance commerciale et la dette publique est étudié à l'aide du graphique 6. Dans le scénario de référence, la balance commerciale se dégrade continuellement. Dans les scénarios 2 et 3, la balance commerciale se dégrade moins que dans le scénario de référence et reste proche de zéro à moyen terme. Dans le scénario 1, le solde commercial s'avère positif et plus élevé que dans les autres scénarios. Ceci s'explique par le caractère symétrique des politiques menées dans les deux pays. La baisse des dividendes relance la demande du grand pays (pays Z), favorisant ainsi les exportations du petit pays. Dans les scénarios 2 et 3, la relance significative de la demande crée davantage d'inflation et de demande d'importations dans le petit pays (pays F), ce qui tend à réduire les déséquilibres commerciaux entre les deux pays.

La suppression des dividendes peut également s'avérer efficace pour faire diminuer le ratio de dette publique. À moyen terme, la dette publique atteint 97% du PIB dans le scénario de référence contre 83% dans le scénario 3, 72% dans scénario 2 et 81% dans le scénario 1. Ce plus faible niveau de dette publique est obtenu par une inflation plus importante dans les scénarios 1, 2 et 3 (environ 3,5% dans le scénario 3, 1,5% dans le scénario 2 et 1% dans le scénario 1 et -1% dans le scénario de référence). À moyen terme, la dette publique est légèrement plus élevée dans le scénario 3 par rapport au scénario 1, car la hausse des dépenses publiques ne permet pas de diminuer continuellement le ratio de dette publique (bien que celui-ci soit stabilisé à partir de la période 17). Dans le scénario 2, le ratio de dette publique est plus faible, car la croissance est davantage stimulée par l'investissement privé.

Graphique 7



En termes de répartition du revenu, la suppression des dividendes accroît la part des salaires, en particulier dans le scénario 3 où la relance budgétaire fait diminuer le chômage, et donc, permet d'augmenter les salaires. Par contre, la relance budgétaire favorise également les actionnaires, dans la mesure où une part de la hausse du revenu des ménages et des entreprises se dirige vers les marchés financiers, provoquant une hausse du prix des actions⁶⁷ et un rendement des actions de 16% dans le scénario 3 et de 14% dans le scénario 2 à la période 20 (malgré la suppression des dividendes). La plus forte croissance favorise les ménages et tire vers le haut le rendement du capital. Ce résultat souligne l'importance des effets structurels liés à la financiarisation qui ne peuvent pas être totalement contrés par une politique de relance par la demande et/ou par la suppression des dividendes. Dans le scénario 1, le rendement des actions est plus faible (7% à la période 22) par rapport au scénario 2, tout comme la part des salaires (68% dans le scénario 1 et 70,5% dans le scénario 2).

2.2.4. Les six scénarios dans les trois calibrages

Afin de compléter notre étude sur les effets d'une suppression des dividendes, nous intégrons des scénarios asymétriques : suppression des dividendes, ralentissement de l'accumulation financière et relance budgétaire dans le pays F. De plus, nous présentons les

⁶⁷ Le cours des actions est davantage orienté à la hausse dans le scénario 2 que dans le scénario 1, car malgré la baisse de l'accumulation financière des entreprises (ce qui réduit la tendance haussière), la baisse du chômage, plus forte dans le scénario 2 que dans le scénario 1, permet aux ménages d'avoir un revenu plus important, donc de soutenir la demande d'actions. Ajoutons que l'offre de titres est aussi réduite : les entreprises peuvent compter sur des profits plus élevés grâce à une activité plus soutenue, ce qui limite leur émission de titres, et soutient là aussi une hausse des cours boursiers, donc des rendements des actions.

résultats de chaque scénario selon trois calibrages différents. Le tableau 3 synthétise les résultats obtenus en termes de taux de chômage. Dans tous les calibrages, la suppression des dividendes fait diminuer le taux de chômage aussi bien à court qu'à moyen terme. Logiquement, l'ampleur de la réduction sera en revanche différente selon le calibrage retenu.

Tableau 3 : Variation du taux de chômage dans le pays F (en points) dans les différents scénarios par rapport au scénario de référence à la période 12 et à la période 22

	Calibrage 1		Calibrage 2		Calibrage 3	
	t=12	t=20	t=12	t=20	t=12	t=20
Scénario 1 : politique zéro dividende dans les deux pays	-0,7	-1,7	-0,2	-0,9	-0,8	-2,2
Scénario 2 : scénario 1 + réduction de l'accumulation financière dans les deux pays	-1,4	-2,9	-0,7	-3,6	-1,4	-3,3
Scénario 3 : scénario 2 + relance budgétaire dans les deux pays	-1,9	-6	-1,1	-5,4	-2	-5,6
Scénario 4 : politique zéro dividende dans le pays F	-0,6	-1,3	-0,3	-1	-0,5	-1,5
Scénario 5 : scénario 4 + réduction de l'accumulation financière dans le pays F	-1,1	-2,5	-0,7	-2,3	-1	-2,3
Scénario 6 : scénario 5 + relance budgétaire dans le pays F	-1,4	-3,8	-1	-3,5	-1,4	-3,6

Dans la première colonne, nous retrouvons les résultats des scénarios 1, 2 et 3 dans le calibrage 1 déjà présentés sous forme de graphiques. Dans le calibrage 2 (effet important de la part des profits sur l'investissement et forte propension à consommer les dividendes), la suppression des dividendes dans les deux pays (scénario 1) se traduit par une baisse du chômage moins importante que dans le calibrage 1. À la période 20, le taux de chômage du pays F diminue de 0,9 point dans le calibrage 2 et de 1,7 point dans le calibrage 1. Cette baisse moins importante du chômage s'explique principalement par le niveau élevé de la propension à consommer les dividendes (60%) qui réduit la consommation malgré une

reprise de l'investissement. Dans le calibrage 3 (effet important du taux d'utilisation sur l'investissement et faible propension à consommer les dividendes), la baisse du taux de chômage s'avère plus importante que dans les deux autres calibrages (-2,2 points à la période 20), compte tenu du faible effet récessif de la baisse des dividendes sur la consommation. Globalement, nous retrouvons pour les scénarios 2 et 3 des conclusions analogues au scénario 1. Dans les trois calibrages, la combinaison d'une suppression des dividendes et d'un ralentissement de l'accumulation financière accompagnée d'une politique de relance budgétaire se traduit par une forte baisse du taux de chômage. Comme pour le scénario 1, cette baisse s'avère moins importante dans le calibrage 2, et le calibrage 1 débouche sur des résultats intermédiaires entre les trois calibrages.

Les scénarios 4, 5 et 6, qui correspondent à des variantes asymétriques des scénarios 1, 2 et 3, sont également simulés dans les trois calibrages. Comme précédemment, la baisse du chômage est de moindre ampleur dans le calibrage 2, même si les résultats s'avèrent très proches dans les trois calibrages.

Concernant la comparaison entre les scénarios 4, 5 et 6, là aussi les résultats s'avèrent très proches de ceux observés entre les scénarios 1, 2 et 3 : la suppression des dividendes est bien plus efficace lorsqu'elle s'accompagne d'une réduction de l'accumulation financière et d'une augmentation des dépenses publiques.

Les politiques asymétriques, en particulier le scénario 6, donnent des résultats en termes d'emploi et de baisse du chômage moins importants que les politiques symétriques. Ce résultat apparaît assez logique dans un modèle à deux pays de taille asymétrique où une partie de la relance de la demande stimule l'économie de l'autre pays à travers les échanges commerciaux et financiers. Lorsque la relance est symétrique, le petit pays (ici le pays F) bénéficie de la relance du grand pays ce qui par effet d'entraînement permet de réduire le chômage simultanément dans les deux pays. D'après les trois calibrages, en moyenne, la baisse du taux de chômage atteint 5,7 points dans le scénario 3 et environ 3,6 points dans le scénario 6. L'asymétrie de la politique de relance ferait donc perdre 2 points de chômage. Les politiques coopératives, en particulier au sein de la zone euro, s'avèrent donc plus efficaces que des politiques isolées qui peuvent néanmoins se révéler être un bon instrument (qui reste cependant limité) pour lutter contre le chômage.

Dans cette section, les effets de la financiarisation sur l'accumulation du capital et l'emploi ont été étudiés à l'aide d'un modèle macroéconomique à deux pays de taille asymétrique (le pays Z étant cinq fois plus grand que le pays F). Selon les scénarios et la temporalité retenus, les écarts de taux de chômage peuvent être importants. Lorsque le taux de distribution des dividendes est de 58% (comme cela est le cas dans le scénario de référence), le taux de chômage peut être supérieur à moyen terme d'environ 2 points à celui qui prévaut lorsque le taux de distribution est de 0%.

Malgré un effet positif d'une suppression des dividendes sur l'emploi, la dette publique ou encore le taux d'investissement, le chômage n'est totalement résorbé ni dans le scénario 1 (suppression des dividendes dans les deux pays) ni dans le scénario 3 (suppression des dividendes uniquement dans le pays F). Ce résultat s'explique par l'importance des effets structurels liés à la financiarisation qui ne se limitent pas à la distribution des profits sous forme de dividendes. Dans le modèle, la baisse des dividendes se traduit par une plus forte rentabilité des entreprises, ce qui favorise l'accumulation financière (rachats d'actions, fusions-acquisitions, demande d'actions) et peut être à l'origine de la formation de bulles sur le marché des actions. Si les profits conservés se trouvent fortement augmentés suite à la suppression des dividendes, rien ne garantit qu'ils se dirigent vers l'investissement productif, en particulier dans un contexte d'insuffisance de la demande globale et d'accumulation financière. De plus, selon le niveau de la propension à consommer les dividendes, un effet récessif peut apparaître à travers la baisse de la consommation des ménages.

Conclusion

La simple modification du taux de distribution des dividendes s'avère limitée pour atteindre le plein emploi et ne peut donc constituer à elle seule une solution au chômage. Comme nous l'avons vu dans la première section de ce chapitre, la création de millions d'emplois est obtenue par une stimulation de la demande dans un régime de croissance non financiarisé où les profits sont exclusivement destinés à l'investissement productif. Dans cette partie, nous avons également montré dans la deuxième section que, dans un régime de croissance financiarisé, une suppression des dividendes permettrait un retour au plein emploi dans l'ensemble de la zone euro, mais à condition que cette politique s'accompagne d'une réduction de l'accumulation financière des entreprises et d'une relance budgétaire. À moyen terme, le taux de chômage s'élèverait alors en moyenne (selon les calibrages retenus) à 4% dans le pays F et à 5,6% dans le pays Z si la politique est coordonnée au niveau de l'ensemble de la zone euro. Si cette politique est menée seulement dans le pays F, le taux de chômage à moyen terme serait de 6,1% dans le pays F et de 10,3% dans le pays Z.

La suppression des dividendes ne suffit pas, mais elle doit s'accompagner de bifurcations dans le fonctionnement du capitalisme financier : dans la première section de ce chapitre, la bifurcation prenait la forme d'une modification de la gouvernance d'entreprise, les obligeant à réinvestir les profits dégagés par l'arrêt de la distribution de dividendes ; dans la deuxième section de ce chapitre, la bifurcation s'appuie sur deux virages simultanés, à savoir un arrêt de l'accumulation financière et une politique de relance budgétaire.

Bien que le retour au plein emploi soit atteignable dans un régime de croissance financiarisé, il n'en demeure pas moins que ce régime reste caractérisé par une instabilité financière favorisée par la formation de bulles et la montée des inégalités. Les caractéristiques structurelles du régime de croissance financiarisé telles que l'accumulation financière, le pouvoir actionnarial ou encore la concurrence internationale, demeurent des freins importants à l'investissement et à l'emploi. Dans un tel contexte, une politique de

suppression des dividendes combinée à une relance budgétaire peut s'avérer très efficace sur l'emploi, mais ne peut régler à elle seule les problèmes d'affectation des revenus des entreprises et des ménages, qui, s'ils sont dirigés vers la sphère financière, contribuent à déstabiliser le régime d'accumulation et favorise la récurrence des crises financières et l'enlisement de l'économie dans le chômage. Ou, pour le dire crûment, en régime capitaliste, les entreprises restent maîtres de la manière d'allouer leurs profits, et la conjonction d'une demande atone et de marchés financiers dynamiques peut les pousser à privilégier l'accumulation financière à l'investissement productif.

Les politiques de lutte contre cette accumulation financière ne sont pas aisées à formuler, car l'ensemble des actifs financiers détenus par les entreprises ne relèvent pas d'une pure logique spéculative⁶⁸. La libre utilisation de leurs profits par les entreprises peut aussi donner naissance à une autre forme d'accumulation substitut : l'accumulation d'actifs immobiliers. Le prochain chapitre va tenter justement de proposer une analyse des effets de la rente foncière sur la dynamique économique.

⁶⁸ Certaines participations sont en effet de nature industrielle et/ou stratégique. Cette question de la distinction entre les participations industrielles et spéculatives avait déjà été abordée dans le chapitre 1 quand nous avons ajouté l'accumulation financière à notre indicateur de coût du capital.

Chapitre 3. La prise en compte de la rente foncière

Après avoir traité de la question de la rente financière dans la première étude consacrée au coût du capital, nous abordons dans ce premier chapitre les effets potentiels de la rente foncière. De la même manière que nous avons cherché à distinguer entre un coût du capital financier légitime, car correspondant à des services économiques rendus par la finance, et un surcoût du capital financier, nous essaierons ici de distinguer une augmentation des prix immobiliers relevant d'une logique « économique », de la partie correspondant à une véritable rente. Pour le dire de la manière la plus abrupte, toute hausse des prix immobiliers ne relève pas de la logique d'une bulle immobilière. Mais alors, il nous faudra proposer des éléments d'analyse théorique pour savoir où commence la bulle. Il faudra surtout décrire par quels mécanismes l'élévation des prix de l'immobilier peut nuire à la dynamique économique. Est-ce que cela passe par un renchérissement du coût de la croissance pour les entreprises devant s'acquitter d'un prix plus élevé pour accroître leur surface d'exploitation ? Est-ce que cela transite par une dynamique de la consommation des ménages réduite par le coût du logement ? Si la hausse des prix immobiliers favorise les propriétaires au détriment des locataires et/ou des accédants à la propriété, peut-on dire quel sera l'effet global sur l'économie de cette modification de la répartition des richesses ?

Précisons d'emblée que nous ne sommes pas des spécialistes en économie du logement. Nous tentons simplement d'apporter un éclairage post-keynésien sur ces questions immobilières. Des spécialistes du marché immobilier, qu'ils soient économistes, géographes, urbanistes ou sociologues, auraient sûrement beaucoup à redire à nos développements. Mais si nos recherches sont orthogonales avec ce qui se fait traditionnellement dans le champ de celles et ceux qui étudient l'immobilier, elles auront au moins le mérite d'énoncer pour la première fois, à notre connaissance, un point de vue post-keynésien détaillé sur la question foncière.

Dans ce chapitre, nous verrons comment la rente foncière joue un rôle majeur dans l'analyse empirique de la montée des inégalités, en particulier dans les travaux de Piketty (2013). Ensuite, nous essaierons de lister les conséquences théoriques possibles de la montée des prix de l'immobilier. Une fois cette recension effectuée, nous regarderons comment nous pouvons intégrer cette question dans les modèles post-keynésiens, que ce soit au niveau microéconomique ou macroéconomique. Après ce passage théorique, nous en reviendrons à un peu d'empirie, en cherchant, beaucoup plus modestement que Piketty, à pointer quelques évolutions permettant de se faire une idée sur le caractère exceptionnel ou non de la tenue du marché immobilier français ces dernières années. Enfin, comme toute analyse d'économie politique qui se respecte, nous proposerons quelques mesures susceptibles de combattre les effets les plus délétères de la rente foncière sur la dynamique macroéconomique.

1. Les inégalités alimentées par la rente foncière

Notre entrée dans la thématique foncière s'opérera par l'analyse de l'ouvrage majeur de Thomas Piketty, *Le Capital au XXI^{ème} siècle* (2013). Au-delà du succès de librairie, l'ouvrage a reçu de nombreux éloges, mérités, quant à l'effort considérable de collecte de données sur lequel il repose. Fidèle à plus d'une décennie de recherche en la matière (Piketty, 2001), Piketty a rassemblé des statistiques impressionnantes sur les inégalités de revenu et de patrimoine sur longue période et pour un nombre élevé de pays. Alors que nous parlions de « retour de l'actionnaire » ou de « revanche du rentier » dans notre premier rapport (Cordonnier *et al.*, 2013), Piketty dénonce dans son ouvrage le « retour du capital » (« *Capital is back* »). Son constat est une manière de mettre en lumière le retour d'inégalités aussi importantes que celles qu'avait pu connaître l'Europe lors de la Belle Époque, c'est-à-dire à la fin du XIX^{ème} et au tout début du XX^{ème} siècle. À y regarder de plus près, nous verrons que la mesure de la montée des inégalités de patrimoine par Piketty doit beaucoup à l'envolée des prix immobiliers. Il n'est pas question ici de restituer dans son intégralité la vaste fresque de la dynamique du capital dressée par Thomas Piketty, mais de simplement montrer le rôle de l'immobilier dans la dynamique des inégalités. Avant d'en venir à la question empirique, il est quand même nécessaire de revenir rapidement sur la théorie mobilisée par Thomas Piketty dans son ouvrage.

1.1. Le cadre théorique du retour du capital

L'analyse de la dynamique du capital de T. Piketty repose sur trois relations fondamentales. Nous présentons chacune d'elles avant d'examiner de quelle manière T. Piketty les combine pour établir certaines propositions portant sur la dynamique de la répartition des revenus et de la richesse.

Reprenons tout d'abord les définitions et notations de Piketty lui-même.

- Part du profit dans le revenu : $\alpha = \frac{\Pi}{Y}$, rapport du profit (Π) au revenu (Y) ;
- Coefficient de capital : $\beta = \frac{K}{Y}$, rapport du capital (K) au revenu ;
- Taux de rentabilité du capital : $r = \frac{\Pi}{K}$, rapport du profit au capital ;
- Taux de croissance du produit (revenu réel) : $g = \frac{\Delta Y}{Y}$;
- Propension à épargner : $\gamma = \frac{S}{Y}$, part de l'épargne (S) dans le revenu.

Précisons que toutes les notions dont il est ici question font référence aux revenus et à la propriété (sous toutes ses formes) des seuls ménages. Précisons aussi que, par capital (K), on entend toute forme de richesse dont la détention donne lieu à perception d'un revenu, et par profit (Π) l'ensemble des revenus de la propriété, quelle qu'en soit la forme. Le coefficient β n'a donc *a priori* rien à voir avec un coefficient technique de capital défini

comme le rapport entre l'équipement en capital productif et la capacité de production des entreprises. À *fortiori*, le rendement du capital, r , n'a rien à voir avec une quelconque efficacité productive de l'équipement des entreprises.

Après avoir vu ces éléments de définition, nous pouvons présenter le cœur de l'analyse de T. Piketty. Le cadre théorique de sa démonstration est constitué des trois relations macroéconomiques suivantes :

- La divergence fondamentale (DF) : $r > g$. Le taux de rendement du capital est supérieur au taux de croissance du produit ;
- La première loi du capitalisme (LC1) : $\alpha = r \times \beta$. La part du profit dans le produit est égale au produit du taux de rendement par le coefficient de capital ;
- La deuxième loi du capitalisme (LC2) : $\beta \rightarrow \beta_e = \frac{s}{g}$. Le coefficient de capital tend vers une valeur d'équilibre égale au rapport de la propension à épargner au taux de croissance du produit.

Les trois relations ne sont pas de même nature : elles n'ont pas toutes le même statut épistémologique. Sur le statut de la DF, il existe un accord général parmi les très nombreux commentateurs de Piketty pour considérer qu'il ne s'agit que d'une observation empirique (Allègre et Timbeau, 2014, par exemple). Tous s'accordent également pour considérer que la relation LC1 est nécessairement vérifiée, par définition des termes qui y figurent (Husson, 2014)⁶⁹. La relation LC2 est quant à elle plus problématique. Il s'agit d'abord d'une loi tendancielle. Le rapport de la propension à épargner au taux de croissance du revenu ($\frac{s}{g}$) représente la valeur d'équilibre du coefficient de capital (β_e), valeur vers laquelle tend le coefficient de capital quelle que soit sa valeur initiale. Par ailleurs, si cette loi tendancielle peut être établie sans problème au niveau d'un ménage particulier, elle ne peut être transposée au niveau macroéconomique que dans un cadre théorique bien particulier : la théorie néoclassique de la croissance dont R. Solow a posé les principes (et qui constitue effectivement le cadre de référence de T. Piketty). L'ouvrage de T. Piketty fait jouer à ces trois relations un rôle fondamental dans la détermination de la répartition des richesses (*cf.* encadré).

Implications distributives du retour du capital

Des trois relations précédentes, T. Piketty déduit certaines propositions concernant la dynamique de la répartition du revenu et de la richesse.

La seconde « loi du capitalisme » (LC2) énonce que tant que le coefficient de capital est inférieur (supérieur) à sa valeur d'équilibre ($\beta_e = \frac{s}{g}$) il augmente (diminue). Au niveau

⁶⁹ La relation LC1 est nécessairement vérifiée, mais elle est susceptible de diverses interprétations causales selon le contexte théorique de référence : marxiste, néoclassique ou keynésien.

microéconomique d'un ménage particulier, la démonstration est évidente. Si s représente la part de son revenu que le ménage épargne, c'est-à-dire consacre à l'accroissement de sa richesse, et que le rapport de sa richesse à son revenu est égal à β , $\frac{s}{\beta}$ représente alors le taux de croissance de sa richesse. Si $\beta < \beta_e = \frac{s}{g}$, alors $\frac{s}{\beta} > g$, inégalité qui signifie que la richesse du ménage augmente plus vite que son revenu, c'est-à-dire que son « coefficient de capital » augmente⁷⁰. Comme indiqué précédemment, la proposition n'est transposable au niveau macroéconomique de l'ensemble des ménages que dans le cadre d'une représentation de la dynamique capitaliste particulière où l'investissement des entreprises est censé être déterminé par le comportement d'épargne des ménages.

De la croissance du coefficient de capital au niveau de l'économie dans son ensemble, on peut déduire deux autres propositions portant sur l'évolution de la répartition des revenus, la première concernant la répartition fonctionnelle et la seconde la répartition personnelle :

- D'après LC1 ($\alpha = r \cdot \beta$), pour une valeur donnée du taux de rendement du capital, r , si le coefficient de capital, β , augmente, la part du profit dans le revenu (α) augmente également. De (LC1) et (LC2), il s'ensuit que tant que le coefficient de capital est inférieur à sa valeur d'équilibre, le partage du revenu se déforme en faveur des revenus de la propriété (au détriment des revenus du travail). Cette déduction pose un premier problème. Dans le cadre de la théorie néoclassique de la croissance, le rendement de la richesse financière des ménages est déterminé par la productivité marginale du capital productif des entreprises, qui est elle-même fonction décroissante du coefficient de capital. L'augmentation du coefficient de capital contribue donc directement à l'accroissement de la part du profit dans le revenu (effet quantité) et indirectement à sa diminution, à travers la baisse du rendement du capital qu'elle induit (effet prix). Pour que l'augmentation du coefficient de capital se traduise au total par une augmentation de la part du profit dans le revenu, il faut donc qu'elle ne fasse pas trop baisser la productivité marginale du capital. Cette condition n'a aucune raison *a priori* d'être vérifiée⁷¹ ;
- L'augmentation de α signifie que les revenus du capital augmentent plus vite que les revenus du travail (modification de la répartition fonctionnelle). On en déduit que le revenu d'un ménage augmente d'autant plus vite que la part des revenus du capital y est importante. Si l'on suppose en outre que dans l'ensemble de la population la richesse est d'autant plus importante, et donc la part des revenus du capital d'autant plus grande,

⁷⁰ Illustration numérique : un individu qui épargne 12% (s) de son revenu et dont le ratio richesse/revenu est égal à 3 (β) voit sa richesse croître au taux de 4% (s/β). Si son revenu augmente au taux de 3% ($g < s/\beta$, $\beta < s/g$), sa richesse croît plus vite que son revenu, et son ratio richesse/revenu augmente.

⁷¹ En termes techniques, cette condition s'énonce : la fonction macroéconomique de production, représentant les relations techniques entre capital et travail d'un côté et produit de l'autre, doit être telle que l'élasticité de substitution du capital au travail soit supérieure à l'unité ($\sigma_{KN} > 1$).

que le revenu est élevé, on en déduit que l'augmentation du coefficient de capital accentue en outre l'inégalité de la répartition personnelle (entre ménages) des revenus.

L'ensemble des propositions précédentes peut être résumé de la manière suivante : tant que le coefficient de capital est inférieur à sa valeur d'équilibre, il augmente, et son augmentation se traduit par une déformation du partage de la valeur ajoutée au détriment des salaires et par une accentuation de l'inégalité de la répartition des revenus entre les ménages.

On remarquera que les propositions portant sur l'évolution de la répartition fonctionnelle et personnelle des revenus sont déduites des deux « lois du capitalisme » (LC1 et LC2), indépendamment de la « divergence fondamentale » (DF). Cette dernière n'intervient dans l'argumentation de Piketty que pour établir une proposition portant sur la répartition du capital : la concentration croissante de la répartition de la richesse entre les ménages (« divergence patrimoniale »). La divergence fondamentale ($r > g$) est censée expliquer à elle seule la « divergence patrimoniale ». Du seul fait que le taux de rendement du capital est supérieur au taux de croissance du produit, la répartition personnelle (entre ménages) de la richesse devient de plus en plus concentrée (inégalitaire). À la suite de Piketty, tous les commentateurs semblent admettre cette proposition comme évidente. Il nous semble au contraire que cela n'a rien d'évident. Pour que la concentration patrimoniale s'accroisse, il faut que la propension à épargner des « riches » soit suffisamment supérieure à celle des « pauvres ». Si ce n'est pas le cas, la « divergence fondamentale » ($r > g$) n'assure pas la divergence patrimoniale. Et, inversement, si les propensions à épargner des riches et des pauvres sont suffisamment différentes, la concentration de la richesse s'accroît même dans le cas où $r \leq g$ (absence de divergence fondamentale). En un mot, la DF n'est ni condition suffisante ni condition nécessaire de la divergence patrimoniale.

1.2. Une démonstration problématique

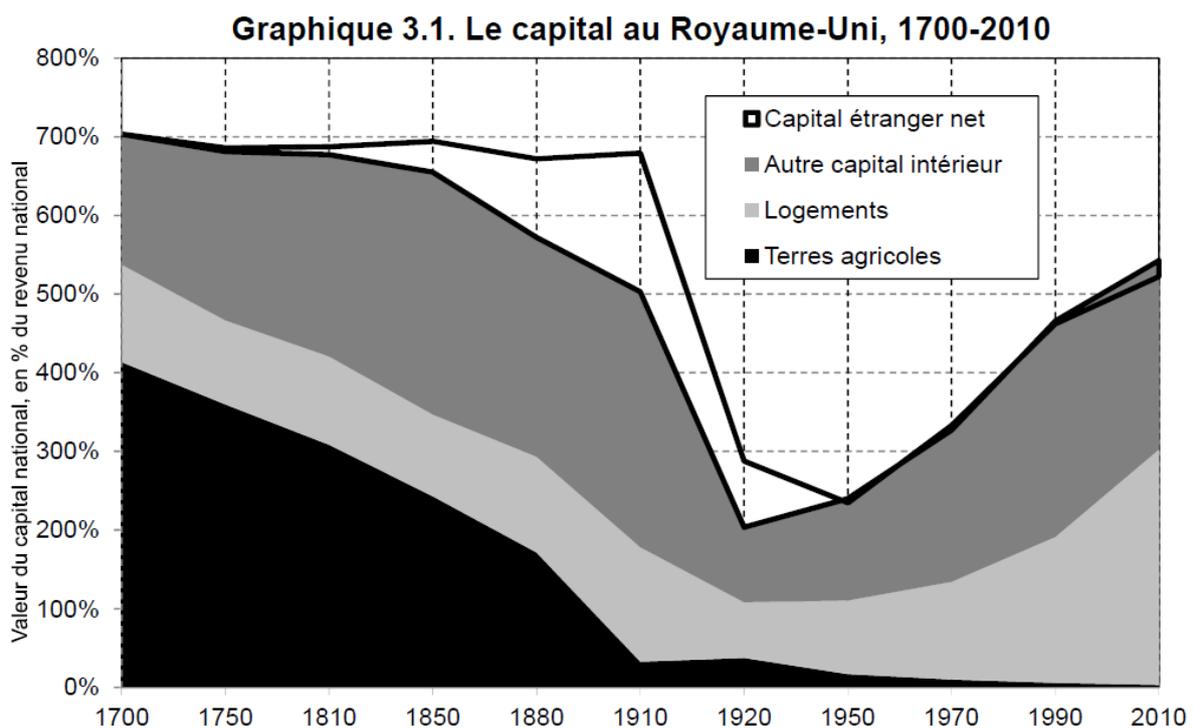
Dans l'analyse de la dynamique du capital de Piketty dont nous avons tenté de dégager la structure argumentative, c'est la seconde loi du capitalisme qui nous semble poser le plus de problèmes. Il existe bien sûr des problèmes d'ordre théorique⁷² avec cette loi, mais nous nous concentrerons ici sur les problèmes empiriques. Pour caricaturer, l'histoire des inégalités laisserait apparaître deux grandes ruptures au XX^{ème} siècle : une baisse marquée des inégalités au moment de la Seconde guerre mondiale ; une remontée particulièrement marquée de ces inégalités après la fin des années 1980.

⁷² Le problème théorique principal de cette deuxième loi du capitalisme de T. Piketty est que, si elle est valable au niveau microéconomique d'un ménage particulier, elle n'est valable au niveau macroéconomique d'une économie dans son ensemble que dans le cadre de la théorie néoclassique de la croissance. Or, les économistes post-keynésiens ont montré depuis longtemps les limites de cette théorie néoclassique. Plutôt que de suivre Solow, T. Piketty aurait dû adopter le cadre théorique de R. Harrod, beaucoup plus pertinent pour comprendre les économies monétaires qui sont les nôtres.

La question est ici de savoir si LC2 rend effectivement compte des deux épisodes de l'histoire du ratio richesse/revenu des ménages que Piketty met en exergue en raison de leur exceptionnalité. Ces deux épisodes ne s'expliquent-ils pas tout autrement, c'est-à-dire par des évolutions qui n'ont rien à voir avec un écart accidentel suivi du retour nécessaire du coefficient technique de capital (rapport du capital productif à la capacité de production des entreprises) vers sa valeur d'équilibre ? En d'autres termes, pour rendre compte des deux épisodes exceptionnels, Piketty mobilise la loi LC2 qui concerne la dynamique du coefficient technique de capital des entreprises et donc, indirectement, la richesse financière des ménages, alors que ces épisodes s'expliquent de manière assez évidente par l'évolution des composantes, foncière pour le premier et immobilière pour le second, de la richesse des ménages.

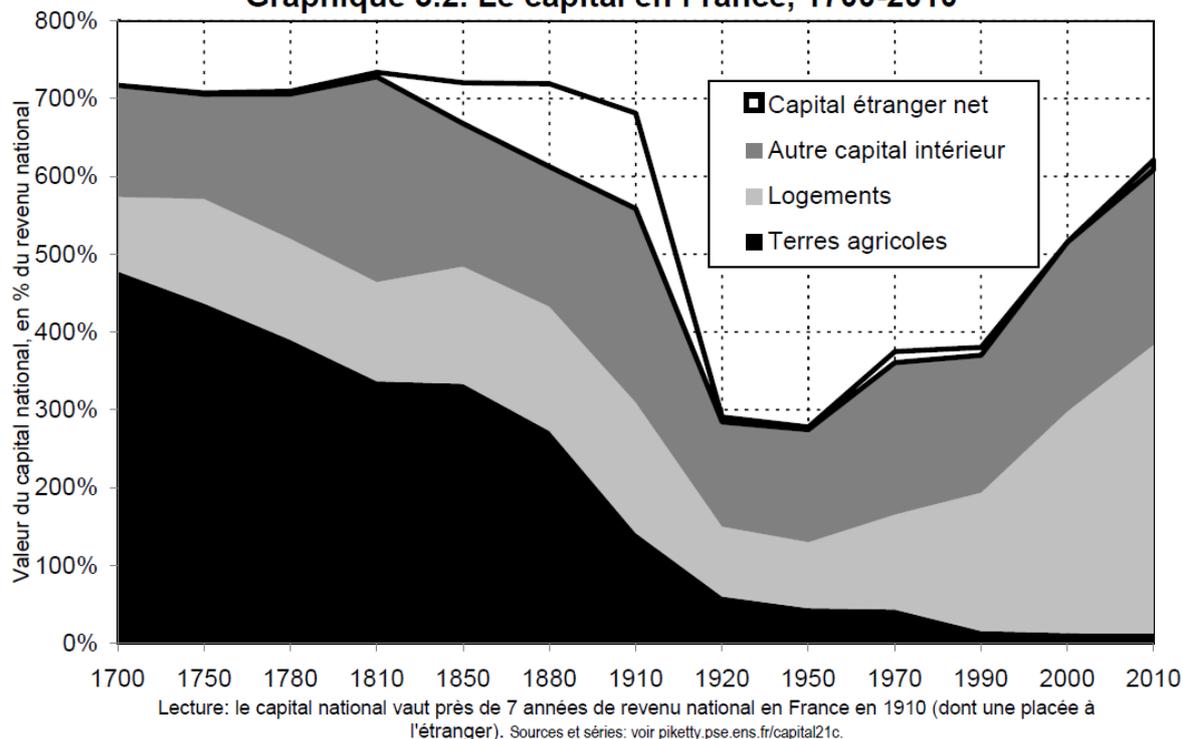
Les évolutions du rapport richesse/revenu et de sa répartition entre différentes formes de richesse sont très proches au Royaume-Uni et en France (Piketty, 2013, pp. 188-189).

Figure 1 : Rapport entre le capital et le revenu, au Royaume-Uni et en France (1700-2010), d'après Piketty (2013)



Lecture: le capital national vaut environ 7 années de revenu national au Royaume-Uni en 1700 (dont 4 en terres agricoles). Sources et séries: voir piketty.pse.ens.fr/capital21c.

Graphique 3.2. Le capital en France, 1700-2010



Dans les deux pays, la valeur du capital national se situe autour de six-sept années de revenu tout au long des XVIII^{ème} et XIX^{ème} siècles et jusqu'en 1914. Le rapport richesse/revenu s'effondre brutalement à la suite de la Première guerre mondiale, des crises de l'entre-deux-guerres et de la Seconde guerre mondiale. Le capital national ne représente plus que deux-trois années de revenu dans les années 1950. Le rapport repart ensuite continûment à la hausse pour se situer autour de cinq-six années de revenu au début des années 2010. En résumé, le rapport K/Y est divisé par près de trois entre 1914 et 1945 (effondrement), puis multiplié par plus de deux entre 1945 et 2010 (remontée).

Pour Piketty, l'effondrement s'expliquerait par une destruction massive de capital productif provoquée par les deux guerres mondiales et la grande crise des années 30. La remontée correspondrait à un retour du coefficient technique de capital vers sa valeur d'équilibre après l'effondrement « accidentel » de la période précédente⁷³.

G. Allègre et X. Timbeau (2014) proposent une explication totalement différente de la chute et de la remontée du ratio richesse/revenu. Au tournant des XIX^{ème} et XX^{ème} siècles, la valeur économique de la propriété foncière agricole s'effondre. Sous l'effet de la concurrence internationale et de la mécanisation, la ressource terre devient de moins en moins rare. En France, les terres agricoles dont la valeur équivalait à 300% du revenu national en 1880, ne

⁷³ Pour rendre compte de la remontée, Piketty fait aussi parfois référence à une augmentation de la valeur d'équilibre de ratio de capital due elle-même au ralentissement de la croissance démographique et donc de la croissance potentielle : « *Capital is back ... because low growth is back.* » En combinant les deux explications, la remontée du coefficient de capital s'expliquerait par le retour vers une valeur d'équilibre elle-même accrue.

représentent plus que 50% de celui-ci en 1920. Sur le graphique 3.2., il apparaît que l'effondrement du capital de 1880 à 1950 est pratiquement entièrement dû à l'effondrement du prix des terres agricoles. Conclusion de Allègre et Timbeau : « Ce ne sont pas les guerres ou la crise de 1929 qui expliquent l'effondrement du capital dans la première partie du XX^{ème} siècle, mais bien la révolution industrielle. » (p. 13)

Si la chute s'explique essentiellement par la baisse de la valeur des terres agricoles, la remontée trouve également son explication dans le domaine de la propriété foncière, indépendamment de l'évolution du capital productif des entreprises. C'est cette fois l'augmentation du capital logement qui permet de rendre compte du rétablissement du ratio capital/revenu. Dans les deux cas, effondrement puis rétablissement, les graphiques de Piketty sont très clairs : c'est bien la richesse foncière (terres agricoles puis immeubles) qui est en cause, nullement le capital productif des entreprises. Le point étonnant, c'est que T. Piketty, aveuglé par son modèle théorique basé sur les trois relations fondamentales du capitalisme, semble ignorer une autre explication que ses propres données font pourtant apparaître de manière éclatante.

En mettant en rapport l'effondrement puis la remontée du ratio de capital, Allègre et Timbeau (2014) concluent que « la rente foncière est de retour : elle s'est radicalement transformée, d'une rente agraire en une rente urbaine ». Dans les deux cas, on a affaire à une véritable rente, c'est-à-dire à un surplus lié à la rareté d'une ressource non reproductible.

Avant de voir les explications possibles au retour de la rente, nous passons en revue dans la prochaine section les effets théoriques que peuvent avoir les variations des prix du logement.

2. Les effets potentiels du prix du logement

L'étude des effets potentiels du prix du logement nécessite de démarrer par quelques précisions sémantiques. Il s'agit en particulier de nous forger une conviction sur ce qu'est concrètement une rente foncière... avant d'en détailler les effets théoriques sur l'économie ou d'en diagnostiquer la présence effective en France de nos jours.

2.1. Une distinction à opérer entre l'augmentation des prix de l'immobilier et l'élévation de la rente

À strictement parler, une rente est un revenu qu'un agent tire de la propriété d'un bien lorsqu'il le met en location (terre ou immeuble) ou qu'il le prête (argent). Si le revenu que le propriétaire tire de cette opération n'est pas nul (ou s'il excède le coût de production ou de reproduction de ce bien), c'est parce que le bien en question n'est pas parfaitement substituable avec des biens nouvellement produits réputés « équivalents », ou qu'il ne s'en produit pas suffisamment pour répondre à la demande.

Dans le cas de la rente foncière, si l'on exclut les terres agricoles, le bien dont on parle est *l'emplacement*. La rente – le fait qu'il faille payer un loyer pour un terrain ou immeuble qui excède le simple remboursement de ce que représenterait son coût de reproduction à l'identique – est liée précisément au fait que les « bons » emplacements ne sont pas aisément reproductibles. Un immeuble bien situé se louera plus cher que les mensualités qu'il faudrait rembourser pour acheter le même immeuble ailleurs (au coût de production d'aujourd'hui)... parce que, précisément, il est « bien situé », et que cette situation n'est pas facilement reproductible (il est difficile de produire un immeuble ayant les mêmes attraits qu'une résidence située en face du Panthéon... ailleurs qu'au Panthéon).

Il peut exister moult raisons pour lesquels certains emplacements, que ce soit pour l'habitation ou l'entreprise, peuvent devenir très prisés. Mais quelles que soient ces raisons, une augmentation de l'engouement pour ces emplacements pour lesquels il n'existe pas de substitut évident (engouement qui se manifeste par une augmentation la demande des biens immobiliers situés sur ces emplacements), aura tendance à faire augmenter à la fois les loyers et les prix de vente... et ceci, théoriquement, dans les mêmes proportions. Si les marchés immobiliers étaient efficaces, cette proportion serait même strictement respectée. L'une des conditions essentielles pour que ceci se vérifie est que les demandeurs de logements ou de bâtiments de production aient réellement le choix entre louer et acheter. Cela suppose, en particulier, que les demandeurs de ces biens ne subissent pas de contrainte de liquidité lorsqu'ils désirent acheter plutôt que louer. Sous cette hypothèse, une augmentation du prix des biens (sur le marché de l'ancien) plus rapide que les loyers payés pour l'occupation de ce même type de bien sur le marché locatif, inciterait les acheteurs potentiels à se détourner de l'achat pour se tourner vers le locatif. Ce mouvement opérerait une double correction : l'augmentation des prix à l'achat ralentirait, et l'augmentation des loyers accélérerait, ramenant progressivement le ratio loyer/prix à son taux pivot. La correction symétrique opérerait tôt ou tard si les loyers se mettaient provisoirement à augmenter plus vite que les prix.

Il existe très certainement un écart significatif entre cette ligne de raisonnement toute théorique et ce qui s'observe en pratique. Les raisons qui peuvent expliquer que les loyers ne suivent pas forcément les prix, ou que les prix ne suivent pas forcément l'évolution des loyers sont en effet innombrables. Mais il convient tout de même d'avoir en tête cette ligne de raisonnement, car elle sert utilement de point de repère (de fil à plomb) pour distinguer ce qui relève d'un phénomène de rente, et ce qui relève d'un mouvement spéculatif, car une augmentation des prix de l'immobilier peut résulter de l'une ou l'autre de ces deux causes (parfois les deux en même temps) qu'il vaut la peine de ne pas confondre.

Lorsque les prix de l'immobilier augmentent du fait d'un engouement croissant pour les emplacements sous-jacents à ces biens, nous faisons face au phénomène d'élévation de la rente décrit ci-dessus. Théoriquement, la signature de ce phénomène est la montée concomitante des prix et des loyers.

Mais il peut arriver que l'évolution des prix de l'immobilier soit sur une période relativement longue déconnectée de l'évolution des loyers. Cela peut provenir pour partie du fait que les loyers s'ajustent plus lentement à l'évolution de la demande que les prix des biens, étant donné la périodicité contrainte du renouvellement des baux. Mais cela peut provenir aussi, et surtout, d'une envolée spéculative de la demande de biens immobiliers produisant une déconnexion plus spectaculaire que celle due à l'inertie des loyers. Ce phénomène, bien que distinct en nature de l'élévation de la rente, a toutes les chances de se produire lorsque la rente elle-même s'est mise à augmenter, servant d'amorçage à l'emballlement spéculatif. Un trend de hausse des prix et des loyers résultant d'un engouement croissant pour certains emplacements (phénomène de rente) peut en effet alimenter des stratégies spéculatives de la part de l'ensemble des agents économiques susceptibles d'intervenir sur le marché de l'ancien : ménages, entreprises, sociétés immobilières, fonds d'investissement. La perspective d'une hausse continue des prix sur une période suffisamment étendue fait en effet entrevoir des plus-values futures aux acheteurs d'aujourd'hui, les conduisant à négliger tout arbitrage avec le marché locatif. Ceux qui auraient pu louer pour leur propre usage à des prix intéressants (au regard des prix à l'achat) préfèrent malgré tout l'achat si les perspectives de plus-value qui leur sont promises compensent, et au-delà, le surcoût qu'ils subissent en devenant propriétaire. Quant à ceux qui souhaitent devenir propriétaire pour mettre en location, ils se soucient moins de ne pouvoir faire augmenter les loyers au même rythme que les prix (le pouvoir d'achat des loueurs est nécessairement limité) et sont prêts à suivre le mouvement de hausse des prix s'ils entretiennent eux-mêmes l'espoir de revendre tôt ou tard avec une belle plus-value. Une fois ces conjectures à la hausse établies, la demande de bien en propriété peut donc augmenter sans que les loyers augmentent à due concurrence. Cette demande assise sur les espoirs de plus-value faisant elle-même monter les prix sur le marché de l'ancien, la conjecture gagne en crédibilité et les paris spéculatifs en sortent renforcés. Telle est bien la dynamique d'une bulle spéculative : elle s'auto-entretient et se renforce par la boucle de rétroaction positive qui va des paris au sujet de plus-values futures, aux actions qu'elles déclenchent (augmentation de la demande), aux prix (en hausse), et pour finir à la confirmation de ces paris. Il n'y a pas de différence à cet endroit avec les mouvements spéculatifs que l'on observe sur les marchés financiers. Dans les deux cas, l'attention portée aux perspectives de plus-value conduit à négliger le revenu de l'actif concerné et risque d'entretenir pendant une période assez longue une déconnexion croissante entre le prix et le revenu.

Une augmentation des prix de l'immobilier peut donc être accompagnée ou non d'une augmentation des loyers, selon qu'elle résulte d'un phénomène de rente ou d'un emballlement spéculatif. Pour clarifier les analyses, nous présenterons séparément les conséquences économiques d'une augmentation des prix des actifs immobiliers et les conséquences d'une augmentation des loyers même si, dans ce dernier cas, on sait qu'elle s'accompagne presque nécessairement d'une augmentation des prix des actifs. Les conséquences en question seront naturellement différentes suivant les agents, et selon qu'ils en subissent les effets ou au contraire s'en saisissent pour modifier leurs stratégies.

Sans prétendre à l'exhaustivité, il semble que la hausse des prix de l'immobilier puisse générer cinq types d'effet : un effet de substitution au niveau des stratégies d'accumulation des entreprises ; un effet de ristourne actionnariale due à l'appréciation des fonds propres ; un effet compétitivité dû à l'augmentation des coûts, un effet redistributif modifiant le partage fonctionnel et individuel des revenus ; et un effet de « dégrisement » lorsque la hausse s'arrête.

2.2. Un effet de substitution au sein des stratégies d'accumulation

Lorsque les prix de l'immobilier d'entreprise augmentent, l'intégration de ce trend dans les anticipations des agents a toutes les chances de modifier les stratégies d'accumulation des firmes, au profit des « investissements »⁷⁴ réalisés dans ce type d'actif, et au détriment des investissements productifs visant l'amélioration ou l'extension des capacités de production. Des perspectives de plus-value à moyen terme liées à l'achat de biens immobiliers, qu'il s'agisse de plus-values réalisées lors d'une revente programmée ou simplement comptabilisées au fur et à mesure au titre d'une réévaluation d'actifs, améliorent en effet la rentabilité attendue de ce type de placement, relativement aux investissements productifs, tout en pouvant apparaître à certains égards plus liquides (plus faciles à revendre que des biens d'équipement et avec un risque moindre de perte en capital, en cas de doutes surgissant ultérieurement concernant le bien-fondé des paris initiaux).

Ces placements immobiliers peuvent emprunter divers canaux. Les entreprises peuvent être incitées – par les perspectives de hausse des prix – à privilégier l'achat de leurs terrains et locaux à la location. Elles peuvent également acheter des titres de sociétés foncières ou immobilières, ou des titres de fonds d'investissement spécialisés dans la détention d'actifs immobiliers. Elles peuvent encore mener des opérations de croissance externe (achats d'entreprises concurrentes ou complémentaires de leur activité) en privilégiant des cibles dont l'actif est bien doté en actifs immobiliers...

L'augmentation de la rentabilité attendue des placements immobiliers n'aurait pas pour effet de substituer ce type de placement à l'investissement productif (dont la rentabilité absolue n'a pas de raison de baisser de ce fait même), si toutes ces opérations étaient réalisables de concert. Si la capacité de financement des firmes n'était pas limitée, elles pourraient en effet procéder à des achats d'actifs immobiliers sans ralentir leurs projets productifs. Mais en pratique, c'est loin d'être toujours le cas. Une telle opération doit nécessairement mobiliser des fonds propres additionnels (si l'on admet que les prêteurs n'ont pas de raison d'accepter une modification de la structure du passif au profit de l'endettement à cette occasion). Il faut donc convaincre les actionnaires de se distribuer

⁷⁴ Il vaudrait mieux dire « placement », car des achats de biens immobiliers existant n'ajoutent rien en termes d'activité ou de richesses produites au patrimoine existant. Il ne s'agit pas de « formation brute de capital fixe », suivant les termes de la Comptabilité nationale. Ce type d'opération ne « mérite » donc pas le terme flatteur d'investissement (tout comme l'achat d'un titre financier existant par un quelconque épargnant). Il s'agit seulement d'un changement de propriétaire.

moins de dividendes ou de souscrire à une augmentation de capital... et espérer que les prêteurs suivront pour leur part, ce qui n'est jamais une opération évidente. La tension qui se fait jour à cet endroit sur les besoins de financement additionnels (au-delà de ceux ordinairement acceptés pour l'investissement productif) risque de mettre l'investissement productif en concurrence avec les placements immobiliers, ce qui sera défavorable aux premiers étant donné l'amélioration de la rentabilité relative (attendue) des placements immobiliers. Une étude menée au Royaume-Uni (Tori et Onaran, 2017) confirme que cet effet de substitution peut prendre une extension remarquable. La démonstration portait plus largement sur la substitution entre actifs financiers et investissements productifs, mais les conclusions sont, sans trop d'erreurs, transposables aux placements immobiliers.

2.3. Un effet de ristourne actionnariale

Pour les entreprises qui détiennent des actifs immobiliers – en premier lieu celles qui possèdent leurs terrains et bâtiments – la hausse des prix de l'immobilier se traduit périodiquement par l'inscription à l'actif de leur bilan d'une réévaluation de ces biens (ceci constitue de plus en plus une obligation, à mesure que s'étend la norme de comptabilisation des éléments d'actif et de passif à la « *fair value* »). Économiquement, cela signifie que la valeur de l'ensemble des propriétés de l'entreprise a augmenté, sans que cela ait entraîné pour autant une augmentation de la dette. La valeur de ce que possèdent les actionnaires a donc également augmenté, en net (total actif de l'entreprise moins les dettes). Ceci est traduit comptablement par l'inscription au passif d'une augmentation de la valeur des fonds propres de l'entreprise, égale à la réévaluation de biens immobiliers (inscrite à l'actif). Comme les fonds propres sont censés représenter l'argent que les actionnaires ont mis dans l'affaire⁷⁵, la simple réévaluation comptable de cette « mise » contraint les dirigeants (parfois « à l'insu de leur plein-gré ») à consentir des augmentations de dividendes en rapport avec cette réévaluation. En effet, l'une des normes les plus solidement établies sur les marchés financiers, en matière d'évaluation de la performance des entreprises, est la création de valeur pour l'actionnaire. Cette norme impose – comme le signe d'une entreprise bien gérée – que la valeur des actions cotées sur le marché (la capitalisation boursière de l'entreprise) soit supérieure à la valeur de ses fonds propres⁷⁶. La manière la plus directe de soutenir le cours des actions, pour faire en sorte qu'elle augmente à due concurrence de la valeur des fonds propres, est d'augmenter le flux des dividendes versés par action (en première approximation, une action qui rapporte deux fois plus de dividendes qu'une autre s'achète deux fois plus cher...).

⁷⁵ Soit en apport initial au moment de la création de la société, soit au fil des ans en laissant une partie des profits dans l'entreprise (non distribués sous forme de dividendes) pour autofinancer son développement, soit à l'occasion des augmentations de capital (souscription d'actions nouvelles).

⁷⁶ Ce qui est une manière de garantir aux actionnaires que lorsqu'ils apportent 1 € à la firme en fonds propres (soit en renonçant à se verser des dividendes, soit en souscrivant à des augmentations de capital), la valeur de leur action cotée sur le marché vaut plus de 1 € euro. En cas de revente, ils sont donc immédiatement gagnants (au-delà des dividendes reçus).

Ce sentier par lequel chemine la hausse des prix de l'immobilier, bien qu'escarpé, a pu conduire, selon les estimations d'Askénazy (2013), à une augmentation considérable du montant des dividendes versés aux actionnaires... comme si ces derniers profitaient séance tenante des réévaluations purement estimatives des biens ou titres possédés par les entreprises dont ils sont « propriétaires ». Ainsi, Askénazy (2013, p. 15) estime que ce surcoût de dividendes à verser pour éviter de voir le ratio de profits distribués sur fonds propres diminuer, suite à l'augmentation des prix de l'immobilier depuis 2002, s'élevait à 25 milliards d'euros pour la seule année 2011.

Les conséquences en aval de cette ristourne aux actionnaires sont délicates à apprécier :

- i) Le plus sûr est que le pouvoir d'achat ainsi distribué aux actionnaires ne peut pas être distribué deux fois (la production n'a pas augmenté) : il entre donc en concurrence au niveau de la demande avec celui attribué aux salariés, et s'y substitue nécessairement. Cet effet redistributif (équivalent à 2% de la VA des sociétés non financières, si l'on suit Askénazy) est le plus certain ;
- ii) Il se conjugue sans doute avec un effet récessif d'importance, étant donné que les actionnaires font plutôt partie des catégories aisées, et dépensent moins bien leurs revenus que les salariés (ils épargnent davantage). Solvabiliser leur pouvoir d'achat au détriment des salariés est donc, du point de vue de la génération de la demande globale, une mauvaise opération sur le plan macroéconomique (de l'activité et de l'emploi) ;
- iii) On pourrait craindre ensuite que cet effet « ristourne » aux actionnaires crée à son tour un effet « substitution », comme précédemment décrit. L'argent versé aux actionnaires en « contrepartie » de la réévaluation des actifs immobiliers et des fonds propres ne provient pas, en effet, d'une rentrée d'argent cash (sauf dans le cas où l'entreprise réalise sa plus-value en vendant son bien). La plupart du temps, il n'y a pas eu création d'un nouveau revenu pour l'entreprise ou liquidation d'un bien. Pour verser les dividendes, celle-ci doit donc se procurer cet argent cash. Et elle n'a que deux solutions pour ce faire : soit ralentir ses investissements productifs, soit s'adresser aux emprunteurs. Pour le coup, ces derniers (banquiers, porteurs d'obligations...) peuvent se laisser convaincre de prêter de l'argent... pour verser ces dividendes, étant donné que la valeur des fonds propres de l'entreprise a augmenté (ce qui constitue pour ces prêteurs une garantie en cas de liquidation). Le cas des entreprises qui s'endettent pour payer des dividendes est assez fréquent et s'explique en bonne partie comme cela (à côté des stratégies d'optimisation fiscale internationales). Si les prêteurs suivent, cela n'aura pas de conséquence sur l'investissement productif. Mais s'ils émettent des doutes sur la pérennité de ces réévaluations d'actif, leur réticence à prêter peut conduire à ce que les paiements de dividendes (en augmentation) se fassent en détournant une partie des fonds internes destinés à l'investissement

productif. Il est difficile de se prononcer sur ce qu'il en est en réalité. Disons que l'une des conjectures les plus raisonnables consiste à penser que durant la phase d'euphorie, alimentée par la hausse rapide et continue des prix de l'immobilier, les prêteurs auront tendance à suivre, alimentant par leurs actions cette euphorie. À l'inverse, en cas de ralentissement de la hausse, ou de début de décrue, leur frilosité prendra le dessus et l'assèchement financier qui en résultera rendra difficile la soutenabilité des flux de dividendes à payer... contraignant les firmes à réduire leurs investissements productifs, et parfois à liquider une partie de leurs actifs, surtout si les banques posent dans ces circonstances une exigence supplémentaire : celle de diminuer l'effet de levier (d'augmenter le ratio fonds propres sur dettes). Typiquement, les effets des réévaluations d'actif mettent les entreprises à la merci de dynamiques instables, à la Minsky, dont les effets les plus douloureux se font sentir dans la phase de « dégrisement » (voir plus loin).

Pour les entreprises qui ne sont pas propriétaires de leurs bâtiments et qui n'éprouvent pas le besoin d'étendre leurs locaux, les effets précédemment décrits, dus à une augmentation des prix déconnectée de l'évolution des loyers, ne sont pas censés les affecter.

La hausse des prix posera par contre un véritable problème aux entreprises non propriétaires qui ont besoin de s'agrandir pour assurer l'extension de leurs capacités de production, que ce soit dans le secteur de l'industrie ou celui des services. Si la hausse des prix est purement spéculative (*i. e.* ne s'accompagne pas d'une augmentation de la rente), elles pourront toujours se satisfaire de la location, et cela ne changera rien pour elles. Mais si la hausse des prix est pour partie alimentée par un phénomène de rente (dû à la raréfaction des emplacements de choix), elles subiront alors des augmentations de coûts de production, dont les effets doivent être examinés pour ce qu'ils sont – il ne s'agit plus de la ristourne actionnariale.

2.4. Un effet coût potentiellement anti-dynamique et rejaillissant sur la compétitivité

Lorsque le prix des actifs immobiliers augmente, quelle qu'en soit la raison, cela rend plus onéreuse l'acquisition de leurs locaux par les entreprises qui font « le choix » de la propriété pour répondre au besoin d'étendre leur capacité de production. Toutes choses égales par ailleurs, si le prix du mètre carré de bâtiments est multiplié par deux sur une période qui va de t_1 à t_2 , la valeur des immobilisations par unité de produit doublera également entre t_1 et t_2 . Pour la part des immobilisations qui est financée par endettement, cela se traduira par un doublement de la charge d'intérêts. Pour la part qui est financée par les fonds propres, cela représentera un usage « stérile » de ces fonds propres (un usage qui n'entraîne pas de production ni de profits d'exploitation supplémentaires), susceptible d'en diminuer la rentabilité.

Le même effet coût sera subi, encore plus directement, par les entreprises locataires, lorsque les loyers augmentent. La charge locative par unité de produit doublerait entre t1 et t2, si les loyers doubleraient, sans que pour autant la hausse des loyers contribue en quoi que ce soit à la l'augmentation de la production.

À cet effet coût transitant par l'immobilier d'entreprise, risque de s'ajouter celui qui provient de la hausse des prix du logement. Dans les territoires qui connaissent une élévation de la « pression foncière », la raréfaction des emplacements de choix a des chances de toucher simultanément le logement et l'immobilier d'entreprise – du fait que la main-d'œuvre a plus ou moins tendance à se concentrer là où se trouve l'activité, et du fait qu'il existe une substituabilité partielle (dans le temps) entre les deux types d'actifs immobiliers. L'augmentation des frais de logement pour les ménages (sous forme de loyers ou de charges d'emprunt) enchérit pour une part les salaires, en réponse à la nécessité de maintenir pour certaines catégories de la main-d'œuvre l'attractivité des bassins d'emploi qui font l'objet de cette « pression foncière ».

Si l'ensemble des entreprises faisaient face simultanément et symétriquement à la même hausse des coûts, elles n'en subiraient théoriquement aucune conséquence, à part les effets de redistribution se déployant au niveau macroéconomique (voir point suivant). Elles seraient en effet en mesure de répercuter ces hausses de coûts dans leur prix, sans risquer un affaiblissement de leur position concurrentielle, toutes les entreprises étant dans le même cas.

Mais en pratique, toutes les entreprises ne sont pas logées à la même enseigne. La hausse des prix de l'immobilier et des loyers a des chances d'affecter plus lourdement les entreprises en croissance (et parmi elles, au premier chef, celles qui sont dans la phase d'amorçage dynamique de leur développement, destiné à les propulser vers la taille critique) que les entreprises « déjà installées » sur leur marché et propriétaires de leurs biens. Face à ces dernières, qui sont à l'abri des hausses de coût, les entreprises qui ont besoin d'acquérir de nouveaux locaux (à des prix plus élevés en t2 qu'en t1), ou qui subissent l'augmentation des loyers, seront désavantagées. Elles devront arbitrer entre compresser leurs marges – pour ne pas perdre en compétitivité vis-à-vis des premières – ou répercuter une partie de ces coûts dans leurs prix – et perdre des parts de marché potentielles. Dans les deux cas, leur développement sera bridé. La distribution asymétrique des hausses de coût peut ainsi créer un problème de compétitivité et de développement pour les entreprises en phase de création et de croissance, ce qui s'avère globalement anti-dynamique. D'une certaine façon, les entreprises propriétaires et déjà installées bénéficient de l'augmentation de la rente, relativement aux autres... en ne subissant pas ses coûts.

Le même effet coût tendra à générer le même type de difficultés, mais à une autre échelle, si la montée de la rente est généralisée à l'ensemble du territoire national. La compétitivité coût d'un pays peut s'en trouver dégradée, relativement à un ensemble de pays qui ne connaîtraient pas la même augmentation des prix de l'immobilier et des loyers.

2.5. Un effet redistributif certainement injuste et potentiellement récessif

Comme on l'a vu précédemment, l'augmentation de la rente, surtout si elle se conjugue avec une augmentation du prix des actifs immobiliers elle-même déconnectée des loyers, contribue à faire augmenter la part de l'ensemble des revenus de la propriété dans la valeur ajoutée. Le montant des dividendes versés augmente sous la contrainte de ristourner la valorisation des fonds propres aux actionnaires, le montant des intérêts augmente du fait de l'accroissement de l'endettement lié aux prix d'acquisition plus élevés⁷⁷, et les loyers augmentent sous l'effet d'un engouement pour les emplacements de choix (entraînant en cascade une appréciation de l'ensemble des loyers). Ces revenus, qui ne « tournent pas sans fin en rond » dans la sphère du business (entreprises, banques, sociétés immobilières, fonds d'investissement, fonds de pension...) finissent par alimenter les revenus des ménages les plus aisés, en respectant le principe suivant lequel ces revenus de la propriété échoient à ceux qui ont... de la propriété. Ainsi, la modification fonctionnelle des revenus entraîne une réallocation des revenus individuels sans doute défavorable au dynamisme de la dépense, étant donné qu'elle favorise les catégories aisées, celles qui ont la propension à épargner la plus élevée. À travers cet effet anti-redistributif, c'est tout en même temps l'efficacité économique et la justice sociale qui sont prises à revers.

2.6. Un effet de dégrisement inévitable à moyen terme

Une augmentation de la rente n'emporte pas en elle-même une dynamique instable dont le retournement serait porteur d'un risque de dépression plus ou moins brutale. Certes, les effets coûts et anti-redistributifs ne sont pas favorables à une régulation paisible et avenante de la demande, mais c'est surtout lorsque les prix de l'immobilier s'envolent, animés par le mouvement autoentretenu de la spéculation, que l'issue peut être fatale. Ce risque est en germe et ne fait que grossir à mesure que se déploie le tourbillon ascensionnel décrit au paragraphe 2.3. L'investissement des entreprises dans l'immobilier, à travers toutes les formules de placement imaginables, alimente la hausse des prix à travers une boucle de rétroaction positive qui entretient les perspectives de plus-value et soutient la demande. Tant que le mouvement est suffisamment ascendant, les plus-values enregistrées dans les comptes sous forme de réévaluation d'actif parviennent à masquer la dégradation de la rentabilité de ce type d'investissement. S'il s'agit d'un emballement spéculatif, en effet, les revenus ne suivent pas l'augmentation de la valeur estimée des biens. À mesure que de nouveaux achats animent le marché, ces derniers s'effectuent à des prix de plus en plus déconnectés des revenus qu'on peut en tirer, et le ratio de rentabilité (les loyers rapportés à la valeur du bien immobilisé) faiblit. Or, ce qui est vrai pour les achats récents... l'est aussi pour les plus anciens. Les plus-values enregistrées d'année en année sont certes agréables à constater, mais elles s'accompagnent inévitablement de la dégradation de ce ratio : revenus

⁷⁷ Il faut bien préciser ici : « toutes choses égales par ailleurs », car ladite augmentation des intérêts payés à ce titre peut très bien être masquée par une tendance significative à la baisse des taux d'intérêt (comme cela s'est produit depuis 2009).

sur actifs immobilisés. Tôt ou tard, comme dirait Monsieur de la Palice, ceci risque d’alerter les financeurs, qu’ils soient actionnaires ou prêteurs. Ces derniers deviendront de plus en plus réticents à prêter (faisait peser le risque d’un rationnement du crédit ou d’une montée des coûts de financement sur titre) et les actionnaires, ou les institutions qui agissent pour leur compte, chercheront des classes d’actifs moins risqués pour tenter de se mettre à l’abri. C’est le début du retournement, qui peut conduire au krach des valeurs boursières et à l’effondrement des prix de l’immobilier, rapidement accompagnés d’une tétanie de l’investissement – les entreprises cherchant à se désendetter, avec l’aide des banques qui rationnent le crédit...

La véritable nouveauté en ce début du XIX^{ème} n’est pas tant la découverte de ce type de dynamique instable – elle est fort bien connue des financiers depuis le XVII^{ème} siècle et elle a été correctement théorisée par Minsky... – que le fait qu’elle s’engrène autour des actifs immobiliers (plutôt que des actifs financiers), et que les entreprises en soient la courroie de transmission, à travers leurs « choix » d’investissement.

3. Une prise en compte du prix du logement dans un modèle post-keynésien : micro et macro

L’objectif de cette section est de montrer comment les prix de l’immobilier interviennent dans la décision d’investir des firmes, et d’en faire voir les conséquences en aval (au plan macroéconomique). Pour ce faire, nous nous appuyons sur la théorie post-keynésienne de la firme, à laquelle nous apportons les amendements nécessaires pour intégrer cette donnée immobilière.

Lavoie (1992) offre une synthèse de la représentation post-keynésienne de la firme, mais le modèle de base est connu depuis au moins Wood (1975). Son ambition est de clarifier la question suivante : comment les décisions d’investissement sont-elles prises ? Wood (1975) présente deux limites aux plans d’investissement. La première limite est une contrainte financière, et la seconde est une limite portant sur la rentabilité de l’investissement. L’immobilier jouera sur chacun de ces deux aspects à la fois : au niveau de chaque firme non propriétaire d’une part, en provoquant un renforcement de la contrainte financière, et au niveau de l’ensemble des firmes d’autre part, en réduisant les débouchés potentiels du fait de la réduction du pouvoir d’achat des ménages.

3.1. La frontière financière

Le premier pilier de la théorie de la firme post-keynésienne est la contrainte financière. En substance, cette contrainte signifie que les profits sont une exigence pour une firme qui désire investir. La firme a besoin de profits, dans la mesure où les profits conservés constituent une source de financement interne de l’investissement. Mais, les profits sont aussi utiles au financement externe de l’investissement, puisqu’ils seront perçus par les banques comme un signal de la solvabilité de la firme. Même si nous n’en parlerons pas ici, les profits permettraient aussi d’obtenir de meilleures conditions lors d’émissions

d'obligations sur le marché. Les profits donnent donc un accès au financement externe à bon compte. Ils seront en outre bien accueillis par les actionnaires sur les marchés financiers, du fait qu'ils valoriseront la firme. Les profits élevés serviront alors à lever davantage de fonds sur les marchés financiers si la firme désire émettre de nouvelles actions. Au total, plus la firme désire investir, plus elle doit – prévoir de – réaliser de profits. Ci-dessous est reproduite une expression de la contrainte financière que l'on peut trouver dans Lavoie (1992, p. 111). Le montant des investissements doit être inférieur ou égal à la somme des financements interne et externe :

$$(1) \quad \begin{aligned} I &\leq IF + EF \\ &\Leftrightarrow I \leq (\Pi - i_s K_s - i_l K_l) + \rho(\Pi - i_s K_s - i_l K_l) \end{aligned}$$

La première parenthèse donne le montant du profit disponible pour l'autofinancement de l'investissement, c'est-à-dire les profits auxquels on retranche les paiements de dividendes aux actionnaires et d'intérêts aux créanciers. La seconde parenthèse, qui représente la contrainte de financement externe, est un multiple des profits conservés, conformément au principe du risque croissant de Kalecki : plus la firme réalise des profits élevés, plus l'évaluation de son risque d'insolvabilité par les banques diminue (Kalecki, 1937). À partir de cette équation, il serait possible de formuler une expression linéaire de la frontière financière, qui donnerait le taux de profit r nécessaire pour que la firme croisse au taux g .

Ici, nous allons suivre un chemin différent, plus fidèle aux travaux pionniers de Wood (1975) pour y intégrer les influences potentielles des marchés financiers et immobiliers, peu étudiés initialement. À l'origine, Wood (1975) exprime la frontière financière comme la *marge* de profit minimum nécessaire pour financer tout taux d'investissement donné. En repartant de l'égalité comptable entre les sources et les utilisations des fonds, nous affirmons simplement que la firme individuelle doit décider de son investissement productif en tenant compte des profits conservés et des fonds provenant des emprunts nouveaux nets (emprunts nouveaux qui peuvent être négatifs en cas de désendettement) et des émissions d'actions nouvelles nettes (négatives en cas de rachats d'actions). Mais l'investissement n'est pas forcément que productif : l'entreprise peut aussi décider de réaliser des investissements financiers nets (que l'on trouvera négatifs en cas de liquidation d'actifs financiers) ou des investissements immobiliers nets (négatifs en cas de vente d'actifs immobiliers). À gauche de l'égalité, on retrouve les trois origines des fonds – les profits, l'émission d'actions et l'endettement – ainsi que deux sources complémentaires de revenus liés aux placements financiers et immobiliers – dividendes, loyers et plus-values. À droite, on reprend les différentes dépenses : l'investissement productif, financier, immobilier, mais aussi les versements d'intérêts et de dividendes.

$$(2) \quad \Pi + (\Delta S_s \cdot p_s) + (\Delta D) + (S_d \cdot TSR) + (H_d \cdot THR) = I + (\Delta S_d \cdot p_s) + (\Delta H_d \cdot p_h) + i \cdot D + (1 - s_f)(\Pi - i \cdot D)$$

avec Π les profits de la firme nets de la dépréciation du capital, ΔS_s le nombre de nouvelles actions émises (net du nombre d'actions rachetées), p_s le cours de l'action (et plus généralement, le prix moyen des actifs financiers), ΔD le flux d'endettement net, S_d le stock d'actifs financiers (actions, obligations) détenus par l'entreprise, TSR le taux de rendement global de ces actifs (dividendes/intérêts et plus values⁷⁸), H_d le stock d'actifs immobiliers détenus par l'entreprise, THR le taux de rendement global des actifs immobiliers (loyers et plus values⁷⁹), I l'investissement productif net de la dépréciation du capital, ΔS_d le nombre de nouveaux actifs financiers achetés par l'entreprise (net du nombre d'actifs revendus), ΔH_d le nombre de nouveaux actifs immobiliers achetés par l'entreprise (net des actifs revendus), p_h l'indice des prix de l'immobilier, i le taux d'intérêt, D le stock de dette, et s_f le taux de conservation des profits pour l'autofinancement.

Pour simplifier cette écriture, il est possible d'exprimer les différents postes en part de l'investissement productif :

$$(3) \quad \Pi + x_s \cdot I + x_d \cdot I + r_f \cdot I + r_i \cdot I = I + x_f \cdot I + x_i \cdot I + i \cdot D + (1 - s_f)(\Pi - i \cdot D)$$

avec x_s , x_d , x_f et x_i représentant respectivement les nouvelles émissions d'actions nettes, les nouveaux emprunts nets, l'investissement financier net et l'investissement immobilier net, à chaque fois exprimés comme une part de l'investissement productif net, et avec r_f et r_i représentant respectivement les revenus financiers et les revenus immobiliers de l'entreprise en pourcentage de son investissement productif.

Afin d'obtenir la contrainte financière, nous devons passer de l'égalité comptable (avec des variables effectives ou *ex post*) à l'expression de variables cibles ou souhaitées⁸⁰. L'ensemble des paramètres D , s_f , x_s , x_d , x_f ... changent donc de statut. Nous pouvons alors réarranger l'équation ci-dessus afin d'obtenir la part des profits minimum (π) nécessaire pour financer chaque taux de croissance envisageable du stock de capital (g) :

$$s_f(\Pi_s - i \cdot D) = I(1 + x_f + x_i - x_s - x_d - r_f - r_i)$$

$$\Pi_s = I \left(\frac{1 + x_f + x_i - x_s - x_d - r_f - r_i}{s_f} \right) + i \cdot D$$

$$\frac{\Pi_s}{Y_s} = \frac{I}{K} \frac{K}{Y_s} \left(\frac{1 + x_f + x_i - x_s - x_d - r_f - r_i}{s_f} \right) + i \cdot \frac{D}{Y_s}$$

$$(4) \quad \pi_s = \frac{g}{u_s} \left(\frac{1 + x_f + x_i - x_s - x_d - r_f - r_i}{s_f} \right) + i \cdot d$$

avec Π_s le montant des profits désirés, Y_s la production désirée, π_s la marge de profit nécessaire au financement de l'investissement (plus précisément, au taux de croissance du stock de capital g), u_s le taux d'utilisation standard des capacités de

⁷⁸ Seules les plus-values effectivement réalisées doivent être ici comptabilisées, et non les plus-values potentielles (qui ne donnent pas lieu à une rentrée d'argent frais).

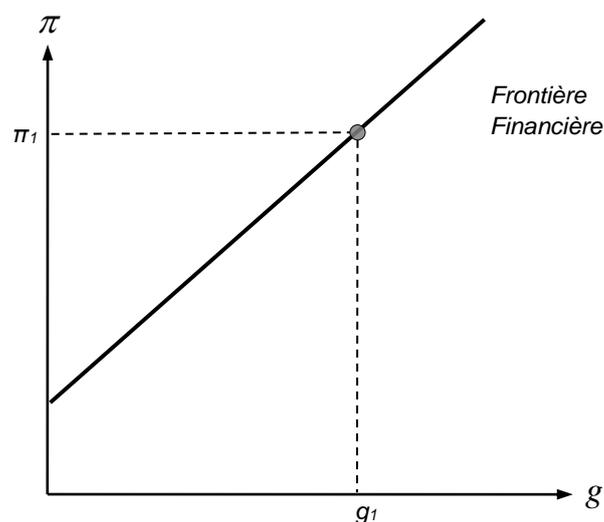
⁷⁹ Même remarque que pour les plus-values sur les marchés actions.

⁸⁰ Ces cibles ne sont pas l'expression de la seule volonté managériale, mais elles résultent de négociation entre managers, actionnaires et créanciers.

production de la firme (défini ici comme le rapport entre la production désirée Y_s et le stock de capital K), et d le ratio entre le montant de la dette et la production désirée.

La firme intègre donc une marge de profit telle qu'une utilisation normale de ses capacités de production⁸¹ dégagerait le profit suffisant pour financer son investissement, compte tenu de ses contraintes (objectifs) de financement externe. Plus une firme désire investir à un rythme élevé, par exemple au taux d'accumulation g_1 (comme indiqué sur la figure 2), plus la marge de profit nécessaire pour financer son objectif d'accumulation devra être élevée : elle devra être d'au moins π_1 . Graphiquement, en dessous de la frontière financière, on trouve la zone inaccessible puisque, si la firme était située dans cette zone, elle ne serait pas en mesure de financer durablement ses projets. La firme située dans cette position serait alors forcée de vendre des actifs financiers et/ou immobiliers afin d'équilibrer ses comptes : x_f et/ou x_i seraient moins élevés et pourraient devenir négatifs. Une autre possibilité serait bien sûr qu'elle s'endette plus que prévu.

Figure 2 : La frontière financière



Par ailleurs, en se référant à l'équation de la frontière financière précédente, la firme aura besoin d'une marge de profit d'autant plus élevée qu'elle « investit » beaucoup sur les marchés financiers (x_f) ou immobiliers (x_i), que le taux d'intérêt est élevé (i), et que son ratio d'endettement est élevé (d). Inversement, la firme sera capable de financer son investissement plus facilement si elle dispose d'un taux de rétention des profits élevé (s_f), si elle est en mesure de financer aisément des parts significatives de ses investissements soit par de nouveaux emprunts (x_d), soit par de nouvelles émissions d'actions (x_s), ou enfin si elle reçoit beaucoup de revenus de ses placements financiers (r_f) ou immobiliers (r_i).

⁸¹ Il faut impérativement faire référence à un niveau de production désiré pour que les montants de profit découlant des équations (2) et (3) donnent naissance à une marge de profit, c'est-à-dire à une politique de prix. Et c'est bien du couple politique de prix/politique d'accumulation du capital que décident les entreprises.

À l'inverse, la firme située au-dessus de la frontière financière se préserve des opportunités, sous forme de cash excédentaire, pour des dépenses additionnelles (placements financiers, immobiliers, rachats d'actions, dividendes, désendettement).

3.2. La frontière d'expansion

Le second pilier de la théorie de la firme est appelé par Lavoie (1992) la « frontière d'expansion ». Wood (1975) parlait quant à lui de « frontière d'opportunité ». Chez Wood, cette frontière indique le niveau maximum de la marge de profit (prix) qui peut être fixé par la firme, pour tout taux d'accumulation donné⁸². Il s'agit ici de prendre en compte la contrainte concurrentielle : une entreprise qui souhaite accélérer la croissance de ses ventes devra progressivement réduire sa marge unitaire de profit, soit du fait de coûts croissants liés à la « *selling policy* » de Wood (c'est-à-dire les frais de vente : publicité, logistique...) ou à la nécessité d'augmenter la qualité du produit pour un même prix, soit du fait de la nécessité de réduire ses prix pour prendre des parts de marché à ses concurrents déjà installés. Il existerait donc une relation décroissante entre le taux d'accumulation mis en place par l'entreprise et sa capacité à en retirer une marge de profit élevée.

Analytiquement, cette relation décroissante se retrouve aisément en repartant de la définition la plus simple des profits réalisés par une entreprise : la différence entre le produit des ventes (V) et ses coûts de production. Parmi ces coûts, on peut d'ores et déjà enlever les consommations intermédiaires (CI), qui représentent les matières intégrées au processus de production. On obtient ainsi la valeur ajoutée par l'entreprise (Y).

$$(5) \quad V - CI = Y$$

Sur le plan comptable, cette richesse se répartit traditionnellement entre la masse salariale (W) et la masse des profits au sens large, c'est-à-dire les revenus de la propriété. Alors qu'ils font partie en Comptabilité nationale des consommations intermédiaires, nous ferons le choix de sortir les frais de commercialisation des produits (ou frais de vente, F_v) et les frais immobiliers (F_i)⁸³ pour les mettre en évidence. Les profits de l'entreprise s'écrivent ainsi :

$$(6) \quad \Pi = Y - W - F_v - F_i$$

Désormais, on fait apparaître la masse salariale comme le produit du salaire moyen (w) par le nombre de travailleurs (N). Concernant les frais, on peut écrire les frais de vente et les frais immobiliers comme deux fonctions croissantes des investissements de l'entreprise :

⁸² Chez Wood, ce qui importe c'est d'abord le taux de croissance des ventes, et ensuite le taux de croissance souhaité de la capacité de production, *i. e.* le taux d'accumulation.

⁸³ Parmi les frais immobiliers, si on retenait les catégories de la Comptabilité nationale, on trouverait à la fois les consommations de service de logement par les entreprises propriétaires (ces loyers imputés sont traditionnellement repris dans les consommations intermédiaires) ainsi que les loyers (qui apparaissent dans les revenus de la propriété). Dans cet exercice de modélisation plus microéconomique, les frais immobiliers représentent surtout les loyers effectivement payés (étant donné que les loyers imputés des entreprises propriétaires ne sont pas un coût pour ces entreprises... à partir du moment où les crédits ont été remboursés).

d'une part, plus la croissance de la firme est rapide, plus elle est confrontée à des frais unitaires de publicité et de commercialisation (p_v) importants qui grignotent ses profits ; d'autre part, plus la firme s'agrandit, plus elle aura besoin de locaux dont le coût dépend du prix de l'immobilier (p_i).

$$(7) \quad \Pi = Y - w \cdot N - p_v \cdot I - p_i \cdot I$$

Une dernière réécriture de la masse des profits de l'entreprise fait apparaître la productivité du travail (μ) :

$$(8) \quad \Pi = Y - w \cdot \frac{Y}{\mu} - (p_v + p_i)I$$

Il ne reste qu'à passer de cette écriture en masse des profits à une écriture de la marge de profit :

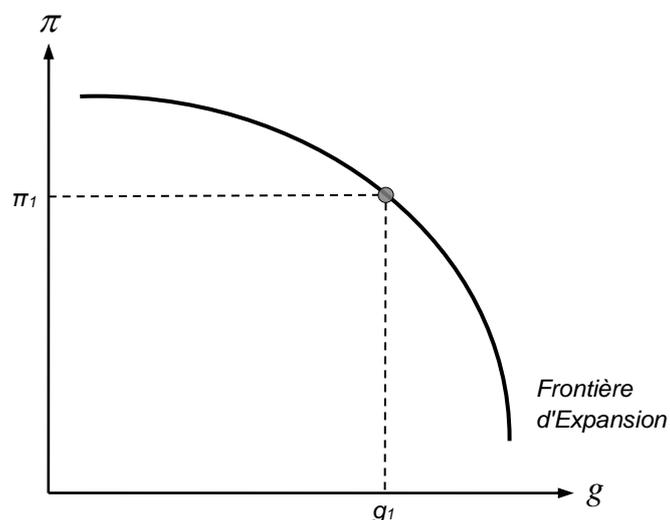
$$(9) \quad \frac{\Pi}{Y} = 1 - \frac{w}{\mu} - (p_v + p_i) \frac{I}{K} \frac{K}{Y}$$

Une dernière petite simplification nous donne l'expression de la frontière d'expansion :

$$(10) \quad \pi = 1 - \frac{w}{\mu} - (p_v + p_i) \frac{g}{u_s}$$

Graphiquement, cette frontière aura la forme d'une relation décroissante entre taux d'accumulation et marge de profit.

Figure 3 : La frontière d'expansion



Sur la frontière d'expansion, les firmes tirent profit de leurs investissements autant qu'il est possible de le faire : si l'entreprise décide d'investir g_1 , elle réalisera au mieux la marge de profit π_1 . En dessous de cette frontière, les firmes sont en situation d'inefficacité due à la mauvaise évaluation de leurs investissements, qui se sont révélés être moins rentables qu'ils auraient pu l'être, notamment du fait de l'insuffisance de la demande. Cela peut aussi

provenir d'un prix, et donc d'une marge de profit, inférieur à ce qu'il aurait pu être compte tenu de l'intensité de la concurrence.

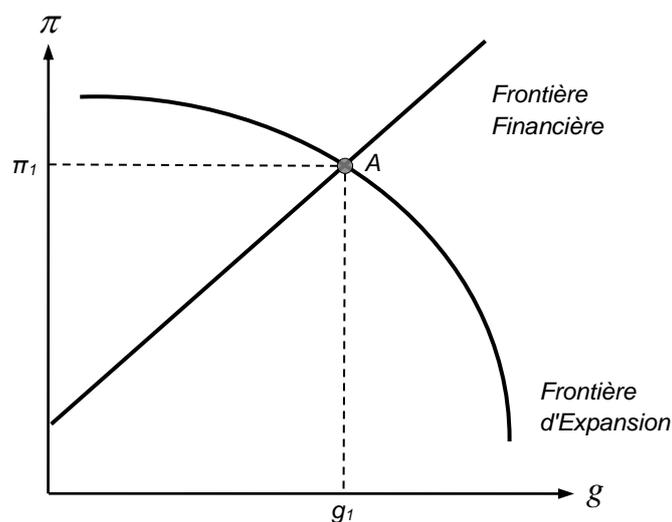
La position de la frontière d'expansion est expliquée par cette intensité de la concurrence, et la place de l'entreprise dans la hiérarchie des acteurs de son marché. Une firme bénéficiant d'une meilleure technologie (meilleure productivité) jouit d'un avantage concurrentiel sur ses rivales, et cela signifie que sa frontière d'expansion sera située au-dessus de celles de ses concurrentes. Cette firme sera capable, pour chaque taux d'accumulation envisageable, de réaliser une marge de profit plus élevée que celle de ses rivales.

3.3. La décision de la firme : la confrontation des contraintes

La frontière financière indique le taux de marge minimum requis pour financer l'investissement de l'entreprise (compte tenu de ses différents objectifs sur la structure financière, les investissements financiers, immobiliers...). La frontière d'expansion précise le niveau maximum de la marge de profit que l'entreprise peut réaliser pour chaque taux d'accumulation, en anticipant la demande qui lui est adressée, les coûts de son approvisionnement et sa position dans la hiérarchie concurrentielle. En résumé, plus de croissance exige plus de profit (contrainte financière) et impose à la fois moins de profit (contrainte concurrentielle). Au niveau de chaque firme, le couple accumulation/profit est déterminé par le jeu des deux contraintes.

En combinant les deux frontières représentées par les équations 4 et 10, nous obtenons le cadre de décision de l'entreprise reproduit dans la figure ci-dessous.

Figure 4 : La décision de l'entreprise



L'entreprise décidera d'investir autant que permis par la combinaison des deux frontières, c'est-à-dire qu'elle se placera au point A. C'est bien pour le taux d'accumulation g_1 que coïncident la marge de profit minimum à dégager pour le financement de l'entreprise et la marge de profit maximum qu'elle peut escompter de ses investissements.

Dans ce cadre simplifié de la firme post-keynésienne, nous allons maintenant examiner la manière dont les marchés immobilier et financier influencent les décisions de l'entreprise. Il s'agit à la fois de contraintes qui se modifient, mais cela peut aussi représenter des opportunités pour l'entreprise...

*3.3.1. La financiarisation : « **downsize and distribute** »*

Au niveau microéconomique, la financiarisation peut s'interpréter pour l'entreprise comme une double injonction à réduire les investissements aux seuls projets les plus rentables et à distribuer plus de cash aux actionnaires (Cordonnier, 2006 ; Dallery, 2009). La financiarisation modifie donc les paramètres de la contrainte financière de l'entreprise : les valeurs cibles de la relation (4) changent. Pressés par des actionnaires en mesure de se faire obéir, le management de l'entreprise doit accepter de changer ses plans sur la structure financière auparavant défendue, ce qui n'est pas sans poser des questions de cohérence à long terme des stratégies adoptées sous la pression actionnariale...⁸⁴ La financiarisation peut aussi modifier la frontière d'expansion, du fait d'une demande macroéconomique déprimée qui nuit aux débouchés de chaque entreprise. Cette détérioration de la conjoncture macroéconomique abaisserait la frontière d'expansion, conduisant à un ralentissement de l'investissement. Mais nous nous concentrerons plutôt sur les modifications de la frontière financière portée par la financiarisation, car ces modifications sont plus directement microéconomiques que les considérations sur la demande agrégée :

- Première modalité précise de la financiarisation, les actionnaires peuvent réclamer des versements de dividendes plus élevés. À l'intérieur du diagramme de Wood (1975), les exigences accrues de dividendes des actionnaires constituent un renforcement de la contrainte financière qui pivote vers l'axe des ordonnées : pour tout niveau d'investissement désiré, l'entreprise doit verser davantage de dividendes à ses actionnaires, ce qui augmente d'autant les profits à dégager pour autofinancer l'investissement choisi. On peut imaginer que le taux de distribution des profits augmente (le paramètre s_f baisse dans l'équation 4) ;
- La financiarisation peut ensuite avoir comme conséquence une moindre émission d'actions nouvelles par l'entreprise. En effet, si l'entreprise se finance en émettant beaucoup d'actions, le cours boursier sera négativement affecté, car il faudrait en quelque sorte se partager le même gâteau de profit entre plus de bouches d'actionnaires à nourrir (dilution du capital). On peut même entrer dans une logique où l'entreprise rachète ses propres actions pour faire en sorte que le partage des profits se déroule entre moins de convives, et que chaque actionnaire se voit ainsi mieux servi. En termes de contrainte financière, cela signifie que le paramètre x_s de l'équation 4 baisse (moins d'émissions d'actions) ou devient même négatif (rachats

⁸⁴ Les cibles financières fixées précédemment avaient leur logique, et il n'est pas sans risque de pousser l'entreprise à les modifier pour diminuer l'objectif pour le taux de rétention des profits, augmenter le taux d'endettement cible...

d'actions). Il s'agit là aussi pour l'entreprise d'un renforcement de sa contrainte financière qui la pousse à dégager un taux de marge plus important qu'auparavant pour un même taux d'accumulation ;

- Enfin, une modification de la structure du financement peut logiquement résulter des effets précédents. L'entreprise peut être amenée à augmenter son taux d'endettement, soit pour faire bénéficier ses actionnaires d'un effet de levier, soit simplement parce que le financement sur fonds propres se réduit au profit du financement par la dette. L'augmentation du recours à l'endettement a trois conséquences repérables dans la contrainte financière : elle se traduit par une augmentation du flux de dettes nouvelles (x_d augmente), une augmentation du taux d'endettement (d augmente) et éventuellement par une hausse du taux d'intérêt facturé à l'entreprise (i augmente). En première approximation, il est possible de supposer que le supplément de recours à l'endettement n'est là que pour contrebalancer la baisse du recours à l'émission d'actions. Concrètement, cela impliquerait que ce changement de mode de financement n'aurait pas d'effet, dans un premier temps, sur la contrainte financière (la baisse de x_s étant compensée par la hausse de x_d). Mais à terme, le poids de la dette dans le bilan de l'entreprise augmente le taux d'endettement, de sorte que le paramètre d grimpe. La contrainte financière se déplacerait alors vers le haut. Ce déplacement pourrait d'ailleurs être amplifié par l'éventuelle hausse des taux d'intérêt que les prêteurs feraient payer à l'entreprise en contrepartie de l'augmentation du levier d'endettement et du risque accru.

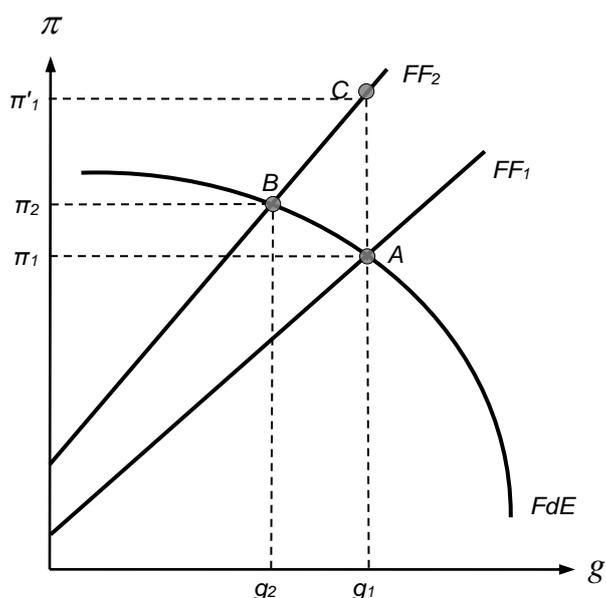
Au total, comme on peut le voir sur la figure 5, la contrainte financière subit deux mouvements : d'une part, elle entreprend une rotation vers l'axe des ordonnées sous l'effet de la baisse du taux de rétention des profits consécutive à l'augmentation de la distribution de dividendes (les rachats d'actions ont le même effet) ; d'autre part, elle voit l'ordonnée à l'origine s'élever sous l'effet d'un taux d'endettement et/ou d'un taux d'intérêt plus élevé. Si l'entreprise souhaite investir autant qu'avant (g_1), elle doit désormais dégager une marge plus élevée afin de pouvoir servir les actionnaires. Le problème est ici que la marge nécessaire pour ce rythme d'accumulation du capital excède désormais la contrainte concurrentielle : le point C est situé au-delà de la zone des possibles, il correspond à un couple croissance-prix (g_1, π'_1) hors d'atteinte. Le renforcement de la contrainte financière pousse donc l'entreprise à revoir ses plans.

À court terme, une stratégie de liquidation pourrait retarder le resserrement de la contrainte financière : afin de répondre aux exigences actionnariales, l'entreprise pourrait décider de vendre des actifs financiers (x_f baisse et devient négatif) et/ou immobiliers (x_i baisse et devient négatif) pour récupérer du cash. Bien sûr, cela n'est valable que tant qu'il existe de tels actifs : les stocks d'actifs ne sont pas inépuisables ! De plus, ces ventes forcées entraîneraient la perte des revenus associés à la détention de ces actifs : fini les éventuels

loyers sur l'immobilier loué, finis les dividendes et intérêts sur les actifs financiers, fini aussi l'espoir de réaliser de plus amples plus-values (r_f et r_i baissent).

Laissons de côté ces portes de sortie à court terme, et concentrons-nous sur la remise en cause des projets d'investissement productif consécutive au raffermissement de la contrainte financière.

Figure 5 : La financiarisation et le renforcement de la contrainte financière

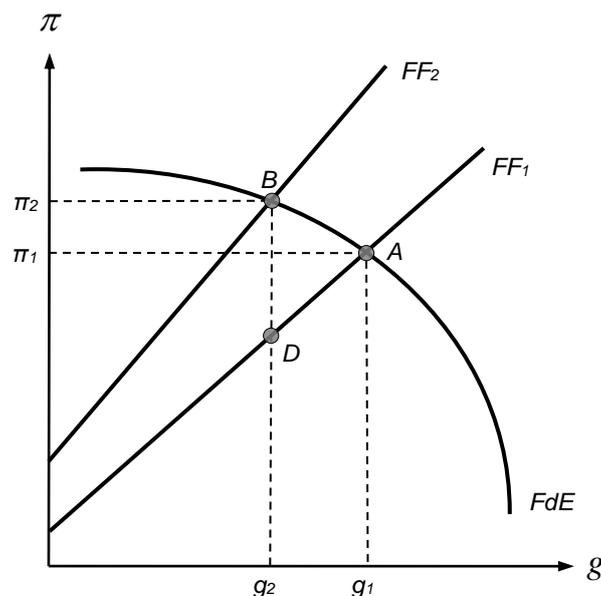


La conséquence de cette contrainte financière renforcée est tout de suite visible sur le cadran : l'entreprise investira toujours autant que permis par la contrainte financière, mais elle voit le point optimal migrer vers le nord-ouest (point B), ce qui signifie qu'elle investira moins (g_2), tout en devant dégager une marge supérieure par rapport à la situation antérieure (π_2). En quelque sorte, l'entreprise est obligée d'investir moins, car elle est contrainte à verser plus de dividendes à ses actionnaires. Ce serait ainsi la disponibilité des fonds – ou des financements – qui pénaliserait l'accumulation du capital par l'entreprise.

Cette représentation n'est toutefois qu'une première lecture des conséquences de la financiarisation. Une seconde lecture, plus pertinente selon nous, aboutirait à la même image, sans que pour autant les mécanismes à l'œuvre soient similaires. La financiarisation peut être interprétée comme une plus grande sélectivité des projets d'investissement. Les actionnaires ne se dirigeant que vers les titres avec le plus de rendement sur les marchés financiers, cette pression à la rentabilité rejaillit en retour dans le domaine productif en incitant les firmes à n'entreprendre que les projets d'investissement les plus prometteurs, quitte à délaissier ceux n'affichant pas suffisamment de rentabilité à court terme. Or, les projets dégagant une rentabilité de 10 ou 15% sont plus rares que les projets ne rapportant « que » du 4 ou du 6%. Dès lors, l'entreprise aura tendance à réduire l'ampleur des dépenses d'investissement désirées : elle passe du point A au point D (voir figure 6). Mais il ne s'agit

pas d'un point d'arrivée. En effet, l'entreprise n'y sature pas sa contrainte concurrentielle, puisqu'on se situe sous la frontière FdE . Le point D n'est pas optimal, car si l'entreprise souhaite croître à la vitesse g_2 , elle pourrait très bien vendre ses produits plus chers, c'est-à-dire intégrer une marge plus élevée que celle associée au point D en se plaçant au point B . Le supplément de marges ainsi dégagé par le passage de D à B permettra à l'entreprise de compter sur des fonds supplémentaires qui ne seront pas dédiés à financer l'investissement (lequel a été réduit par rapport au point initial A), mais à distribuer des dividendes (s_f baisse), racheter ses actions (x_s baisse et devient négatif), se désendetter (x_d baisse et peut devenir négatif), ou même à entreprendre des investissements supplémentaires sur les marchés financiers (x_f augmente) et/ou immobiliers (x_i augmente). Quelle que soit la modalité retenue, cela resserrera *a posteriori* la contrainte financière. En résumé, nous avons là une illustration de la maxime « *downsize and distribute* » (Lazonick et O'Sullivan, 2000) résumant les injonctions de la gouvernance actionariale : « Réduisez la voileure *puis* restituez aux actionnaires les profits qui ne sont plus utiles pour financer l'investissement réduit. »

Figure 6 : La financiarisation et le renforcement ex post de la contrainte financière



Cette maxime peut aussi être lue dans le sens « *distribute and downsize* ». C'est ce que nous avons fait dans la figure 5 : « Distribuez aux actionnaires toujours plus de dividendes, et donc diminuez l'investissement puisque les financements sont devenus insuffisants. » Dans les deux sens de lecture, la microéconomie post-keynésienne permet de comprendre les bouleversements subis par l'entreprise financiarisée.

La politique monétaire doit aussi être prise en compte dans l'analyse de la contrainte financière des entreprises. Les changements dans le taux directeur de la banque centrale rejouent souvent sur les taux d'emprunt facturés aux entreprises. Depuis quelques années maintenant, la baisse des taux d'intérêt directeurs représente une opportunité pour les entreprises, même si cette baisse ne s'est pas intégralement répercutée sur les taux

facturés par les banques⁸⁵, et même si les banques n'ont pas profité de la politique monétaire ultra-accommodante pour relancer véritablement le crédit. Ce taux d'intérêt bas (i baisse) peut en effet dégager des ressources pour d'autres utilisations. Ainsi, paradoxalement, la contrainte financière peut, à court terme, ne pas être affectée positivement par la baisse des taux d'intérêt, celle-ci étant compensée par une accélération de la distribution de dividendes (s_f baisse), un plus grand recours aux rachats d'actions (x_s baisse et devient négatif) et/ou par un plus grand investissement sur les marchés financiers et/ou immobiliers (x_f et x_i augmentent). Ces placements sur les marchés peuvent conduire à une appréciation de la valeur des actifs. L'augmentation des prix de l'immobilier et/ou l'envol des cours boursiers peut en conséquence générer des plus-values importantes pour les entreprises détenant ces actifs. Si on y ajoute les revenus associés (dividendes, intérêts, loyers), les rendements obtenus sur les placements financiers et/ou immobiliers détendent la contrainte financière de l'entreprise (r_f et r_i augmentent).

La financiarisation n'est donc pas qu'un surcroît de contraintes : elle peut aussi conduire à des opportunités de faire de l'argent différemment, poussant la firme à entreprendre des stratégies de profit par l'investissement financier et/ou immobilier plutôt que par l'investissement productif⁸⁶. La bonne tenue des marchés financiers et/ou immobiliers peut aussi inciter les ménages à se sentir plus riches, et à dépenser davantage en consommation. Cet effet richesse, couplé avec un recours plus important à l'endettement permis par les innovations financières, décalerait vers le haut la frontière d'expansion, permettant aux entreprises de dégager une marge plus élevée. C'est ce qui s'est produit aux États-Unis avant que le retournement des marchés immobiliers en 2007, le déclenchement de la crise des *subprimes*, puis le krach financier de 2008 ne viennent installer une conjoncture macroéconomique déprimée, et donc des débouchés réduits pour les entreprises (se traduisant graphiquement par une baisse brutale de la frontière d'expansion).

3.3.2. La rente foncière : « selon que vous serez propriétaire ou locataire... »

L'analyse de la rente foncière sera ici séparée de celle de la financiarisation. En réalité, il faudrait pouvoir mener les deux études de front, tant les deux phénomènes ont été imbriqués ces dernières décennies (*cf.* la crise des *subprimes* évoquée ci-dessus). Mais, afin de simplifier les choses, nous avons choisi d'isoler le problème de la rente foncière. D'emblée, il convient de mentionner que la rente foncière n'aura pas les mêmes conséquences sur les entreprises propriétaires et locataires.

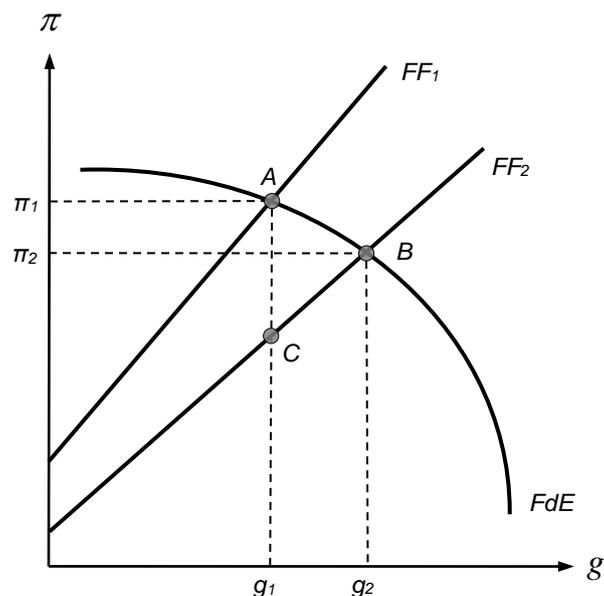
⁸⁵ Les banques ont profité de l'abaissement des taux directeurs pour reconstituer leurs fonds propres, en dégageant des profits d'intermédiation financière plus élevés grâce à des taux sur les crédits bien plus élevés que les taux du refinancement Banque centrale.

⁸⁶ Bien sûr, à la différence de l'investissement productif, les investissements financiers et immobiliers (dans l'ancien) ne créent pas de profit dans l'économie réelle. La réussite individuelle de ces stratégies d'entreprise ne permet pas de présager sur la soutenabilité d'un tel régime au niveau macroéconomique.

Entreprises propriétaires : la rente paie

Pour les entreprises propriétaires, l'augmentation des prix de l'immobilier apparaît comme une aubaine à plus d'un titre. Premier effet à devoir être pris en considération, l'augmentation des prix de l'immobilier représente une plus-value pour les entreprises propriétaires. Cela peut leur permettre de détendre leur contrainte financière : d'une part, parce que l'augmentation des prix peut générer également une augmentation des loyers perçus par l'entreprise dans le cas où elle loue des logements (r_i augmente) ; d'autre part, parce que les biens immobiliers renchérissent peuvent fournir un accès plus important et plus aisé au crédit. C'est surtout par ce second canal que passe la détente de la contrainte financière : les banques considèrent qu'il est moins risqué de prêter à une entreprise qui dispose d'un patrimoine immobilier dont le prix vient de s'apprécier, et elles peuvent à la fois diminuer le coût des prêts (i baisse) et tolérer un levier plus important. Mais l'entreprise elle-même est susceptible de se laisser aller à un taux d'endettement plus important en pensant que celui-ci est soutenable, grâce à cet effet richesse. Par le jeu de la réévaluation des fonds propres, l'augmentation des prix de l'immobilier se traduit par une baisse du ratio d'endettement (d baisse), non pas parce que le montant de dette diminue, mais parce que la valeur des fonds propres s'accroît. Ainsi, la hausse des prix immobiliers améliore les conditions de financement des entreprises propriétaires pour deux raisons : grâce aux collatéraux, elle améliore les conditions de financement bancaire ; et si la hausse n'est pas purement spéculative, elle aboutira à une hausse des loyers reçus par les entreprises. Au bout du compte, on aurait bien un assouplissement de la contrainte financière : elle pivote vers le bas du fait de l'éventuelle hausse des rendements immobiliers ; elle se déplace vers le bas du fait de la baisse conjuguée des taux d'intérêt et des taux d'endettement.

Figure 7 : La rente foncière pour l'entreprise propriétaire



En partant d'une situation initiale au point *A*, le relâchement de la contrainte financière permet à l'entreprise de réduire la marge de profit à dégager pour un même taux d'investissement (point *C*). L'entreprise a alors le choix : soit elle décide de consacrer les ressources disponibles à des investissements supplémentaires (point *B*) ; soit elle ne modifie pas ses projets d'accumulation de capital productif, et dans ce cas, elle utilise ses marges de manœuvre pour distribuer davantage de dividendes, opérer plus de rachats d'actions, se désendetter, investir dans l'immobilier et/ou divers actifs financiers... ce qui ramènera la contrainte financière à sa position initiale (point *A*).

En cas de coups durs, l'appréciation de la valeur des biens immobiliers de l'entreprise lui permettrait aussi de les vendre à bon compte (x_i très négatif), ce qui détendrait pour un temps la contrainte financière. Cette stratégie ne peut toutefois durer qu'un temps : si la vente immobilière permet d'empocher un beau pactole le temps de cette opération, elle oblige l'entreprise à verser par la suite un loyer année après année (r_i augmente), ce qui renforce la contrainte financière. C'est donc une option à courte vue que de vendre les biens immobiliers. Cela peut néanmoins se justifier dans une perspective fiscale. Les entreprises ont développé ces dernières années des foncières dans ce sens, bien aidées en cela par les pouvoirs publics (voir encadré ci-dessous)...

**D'une rente à l'autre :
quand la rente foncière alimente la rente financière (et réciproquement)**

Depuis 2003, le gouvernement permet à des entreprises de bénéficier d'un statut juridique spécial : les sociétés d'Investissement en immobilier cotées (SIIC). Ces entreprises, cotées comme leur nom l'indique, ont une activité qui consiste à acheter et gérer des biens immobiliers, et les revenus de ces entreprises sont donc constitués des loyers qu'elles perçoivent, ainsi que des plus-values sur la revente des biens immobiliers. Sous ce statut, les entreprises bénéficient d'une exemption de l'impôt sur les sociétés. Mais pour en bénéficier, les entreprises doivent remplir deux conditions : elles doivent s'engager à distribuer en dividendes et rachats d'actions plus de 90% des loyers qu'elles reçoivent et plus de 60% des plus-values qu'elles réalisent.

Les SIIC ont été créées pour essayer de pousser les Français à investir dans l'immobilier, et à en profiter sans souffrir des inconvénients de l'investissement dans la pierre : quand on investit dans l'immobilier, le placement est illiquide, au sens où il est impossible de récupérer instantanément la mise de départ (la revente d'un bien immobilier peut prendre du temps). L'avantage des SIIC est qu'elle permet à des particuliers d'investir dans l'immobilier, tout en garantissant une liquidité financière à ces placements immobiliers : vous pouvez revendre votre titre de SIIC comme on revend une action en Bourse. Mais, sous prétexte de favoriser le marché immobilier, le statut des SIIC prévoit des pratiques qui vont à l'inverse de ce que nous préconisons pour protéger les entreprises de la pression financière : dans le cas particulier des SIIC, c'est le législateur qui impose des taux de distribution des profits minimum, avec en prime une exemption d'impôt pour inciter au bon comportement !

On a connu mieux comme symbole d'une volonté de lutter contre la finance et le civisme fiscal...

Au-delà de ces SIIC, les foncières d'entreprise génèrent le même risque d'optimisation fiscale. La grande distribution a souvent recours à des filiales spécialisées dans la gestion de leur parc immobilier (ImmAuchan, CarrefourImmo...). Concrètement, la surface commerciale appartient à la foncière qui la loue ensuite à sa maison mère. Il est possible d'organiser alors le paiement d'un surloyer pour réduire les profits du distributeur et accroître la rentabilité de la foncière. En domiciliant ainsi les profits dans la foncière plus que dans l'entreprise commerciale, selon les taux d'imposition respectifs des pays abritant le siège de ces deux entités, on peut échapper à l'impôt sur les sociétés pour n'avoir à s'acquitter que d'un impôt sur les dividendes reçus...

Enfin, dernière plongée dans le monde des foncières, les grandes foncières indépendantes (type Unibail...) ont pu contribuer ces dernières années à diffuser à l'ensemble de l'économie française une pression financière colossale. Les grandes foncières sont en effet des sociétés cotées qui ont à composer avec des actionnaires plus ou moins gourmands. Or, ces dernières années, attirés par les rendements élevés produits grâce à la hausse des prix immobiliers, des investisseurs financiers, français et étrangers, ont pris des participations dans ces grandes foncières (Nappi-Choulet, 2012). Ils ont réclamé une rentabilité élevée à ces entreprises immobilières. Pour satisfaire ces exigences de rentabilité actionnariale, les foncières, souvent très impliquées dans l'immobilier commercial de nos villes, ont adopté en retour des politiques de loyers plus agressives, ce qui a pu pénaliser des entreprises locataires dont le chiffre d'affaires n'augmentait pas assez vite en comparaison des loyers. Nous touchons ici du doigt l'une des explications de la vacance commerciale des villes moyennes : la ville a été financiarisée (voir le numéro spécial de la *Revue Urbanisme* en 2012). La financiarisation du capitalisme ne frappe donc pas les entreprises uniquement par l'injonction à verser des dividendes, mais elle peut aussi rattraper des entreprises non cotées qui vont devoir supporter des loyers élevés afin de nourrir les profits d'entreprises foncières, qui sont, elles, soumises à la pression de leurs actionnaires : on n'échappe jamais vraiment à la financiarisation...

Les entreprises propriétaires profitent donc de l'augmentation des prix de l'immobilier, mais la question demeure de savoir ce qu'elles vont faire de cette aubaine. En la matière, la domination actionnariale sur l'entreprise risque de la pousser vers plus de dividendes (Askénazy, 2013), de rachats d'actions, voire de placements financiers, plus que vers un supplément d'investissement productif, étant donné sa rentabilité souvent plus incertaine (voire plus faible).

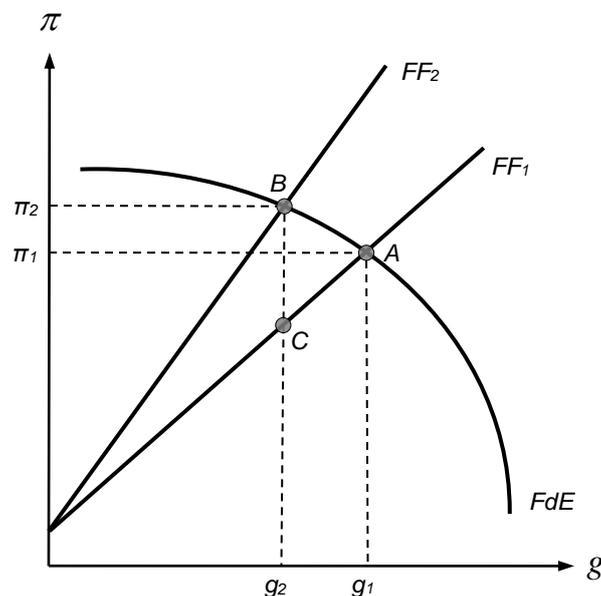
Entreprises locataires : la rente coûte

Pour les entreprises locataires, l'augmentation des prix de l'immobilier constitue un surcoût qui obère leur développement. Le canal d'influence passe encore par la contrainte financière (équation 4), mais l'effet serait le symétrique du cas des entreprises propriétaires.

Si l'entreprise souhaite se développer en acquérant un bien immobilier, elle devra payer un prix supérieur (x_i augmente), ce qui l'obligera à dégager une marge de profit plus élevée pour le même niveau d'investissement productif. Par contre, concernant son taux d'endettement et le taux d'intérêt qu'elle devra payer, il n'est pas certain que les choses bougent : d'une part, la banque peut juger que le montant de dette plus important à supporter sera gagé par l'acquisition d'un bien immobilier à la valeur plus élevée, ce qui justifie de ne pas augmenter la prime de risque de l'entreprise (on pourra toujours trouver à se rembourser grâce à la valeur du bien) ; d'autre part, le taux d'endettement pourra rester stable puisque la valeur du bien acquis consolide les fonds propres.

Si l'entreprise reste locataire, il est probable qu'elle finisse par subir une hausse de son loyer, là aussi pénalisante pour sa contrainte financière (r_i baisse et devient plus négatif qu'avant). Dans les deux cas (locataires et accession à la propriété), la contrainte financière se durcit.

Figure 8 : La rente foncière pour l'entreprise locataire



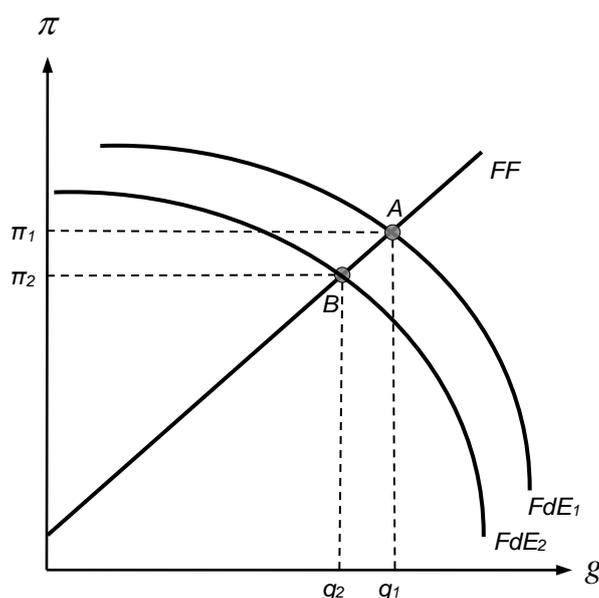
L'entreprise devra dégager une marge de profit plus importante et réduire ses projets d'investissement. Il existe donc une grande inégalité entre les entreprises selon leur statut d'occupation.

Ménages : répartition et consommation

Pour les ménages, l'augmentation des prix de l'immobilier aura aussi des effets redistributifs contrastés selon le statut de propriétaire ou de locataire, mais il s'agira souvent d'une

redistribution à l'intérieur des ménages. La conséquence sur la dynamique économique doit donc être évaluée à l'aune des comportements de consommation différents de ceux qui reçoivent la rente et de ceux qui la paient. L'hypothèse que nous retenons est que les transferts de revenus entre les ménages réduiront la demande globale dans l'économie. Le raisonnement est que les ménages qui paient les loyers plus élevés ou qui achètent des biens dont le prix a augmenté vont verser des revenus à des ménages plus aisés dont la propension à consommer est réduite. On se retrouve donc avec un effet de redistribution défavorable à la propension sociale à consommer. Pour l'entreprise, quel que soit son statut d'occupation, cela aboutira à une réduction de sa frontière d'expansion.

Figure 9 : La rente foncière et son effet redistributif entre les ménages



Les entreprises devront donc réduire leur politique d'investissement. Il est possible que la contrainte d'expansion se déplace encore davantage vers l'intérieur du graphique soit parce que l'augmentation des prix de l'immobilier pousse les entreprises à devoir payer leurs salariés plus pour qu'ils puissent se loger (w augmente), soit parce qu'elle réduit la productivité des travailleurs, contraints de passer plus de temps dans les transports en étant relégués en périphérie des villes centres (μ baisse). Bien évidemment, ces effets ne fonctionnent que quand toutes les entreprises ne subissent pas en même temps l'augmentation des coûts, car si toutes les entreprises subissaient la même hausse de coûts, aucune ne verrait sa compétitivité relative modifiée, puisque les hausses de coûts peuvent se répercuter sans peine sur les prix, de manière à préserver les marges de profit. Les effets se comprennent donc dans un environnement plus large où certaines entreprises supporteraient une hausse de leurs coûts liés à l'immobilier, quand d'autres en seraient préservées. Une telle configuration peut représenter le cas d'entreprises situées en centre-ville des régions en tension, comparées aux entreprises situées en périphérie, mais cette configuration pourrait également se retrouver dans une dimension plus macroéconomique, avec des entreprises françaises subissant une hausse des prix immobiliers plus forte que

leurs concurrentes allemandes. Quand les variations de coûts liés à l'immobilier sont asymétriques entre entreprises, ce sont bien les marges qui risquent d'absorber les décalages, les entreprises des territoires en tension ne pouvant se permettre d'augmenter leurs prix face à des concurrentes qui n'ont pas vu leurs coûts augmenter.

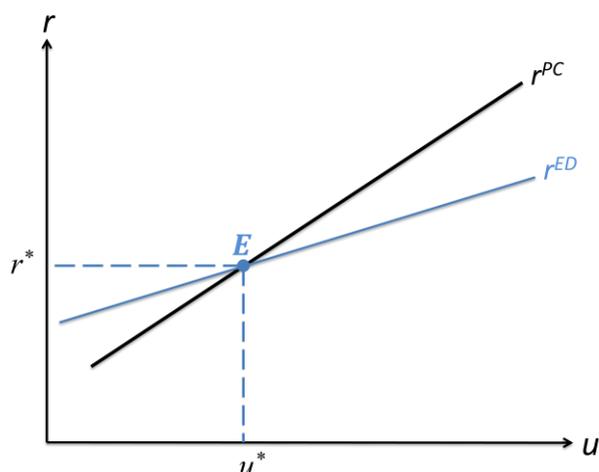
3.4. Les effets macroéconomiques d'une augmentation des loyers dans un modèle kaleckien

On se propose ici d'examiner les propriétés macroéconomiques d'un modèle post-keynésien (plus précisément un modèle kaleckien) de base lorsque l'on intègre, dans ce modèle, une composante « loyers » sous forme de coût fixe dont doivent s'acquitter les entreprises. L'esprit de ce type de modèle est déjà présenté et analysé par Marc Lavoie (1992, 2014) mais avec introduction de coûts fixes en travail (travailleurs dits « cols blancs »). Les conclusions présentées ici retrouvent, à quelques détails près, des résultats similaires à ceux de Lavoie. Il ne s'agira pas de détailler l'aspect technique des équations du modèle, mais de synthétiser les résultats obtenus lorsque l'on intègre un coût fixe en loyers, et de renvoyer les équations du modèle en annexe. Plus particulièrement, on évalue les propriétés suivantes : comment l'équilibre du modèle est-il affecté par une variation du poids des loyers (le « poids de la rente ») dans les coûts des entreprises ? Le taux d'utilisation, le taux de profit, la part des salaires et la part des profits sont-ils affectés et de quelle manière ?

Le modèle kaleckien de base repose sur deux droites, qui symbolisent chacune, du point de vue macroéconomique, une relation entre le taux de profit des entreprises et le taux d'utilisation. L'une de ces droites, que l'on nomme r^{ED} symbolise cette relation du point de vue de la demande, la seconde, nommée r^{PC} , du point de vue de l'offre des entreprises, c'est-à-dire du point de vue des coûts. Comme représenté sur la figure ci-dessous, les deux droites sont croissantes⁸⁷. L'équilibre de l'économie se situe à l'intersection de ces deux droites, c'est-à-dire au point où le côté demande et le côté offre coïncident, au point E sur la figure 10 ci-dessous, qui correspond au taux d'utilisation d'équilibre u^* et au taux de profit d'équilibre r^* .

⁸⁷ Pour des raisons techniques que nous ne détaillerons pas ici, il est usuel de supposer que la droite r^{PC} est plus pentue que la droite r^{ED} (ce que l'on appelle la condition de stabilité).

Figure 10 : Le modèle kaleckien



On se situera dans un premier temps dans un cadre dans lequel seules les entreprises dégagent une épargne (elles épargnent une partie de leurs profits). Les autres acteurs (les ménages, en particulier les « rentiers » qui perçoivent les loyers) n'épargnent pas. L'hypothèse que les rentiers n'épargnent pas est évidemment une hypothèse forte qui ne correspond pas nécessairement à la réalité du comportement des rentiers. Cette hypothèse nous permet cependant de faire apparaître certaines dynamiques intéressantes en simplifiant le cadre d'analyse, et nous nous rapprocherons de la réalité dans un second temps en intégrant une épargne des rentiers.

3.4.1. Sans épargne des rentiers

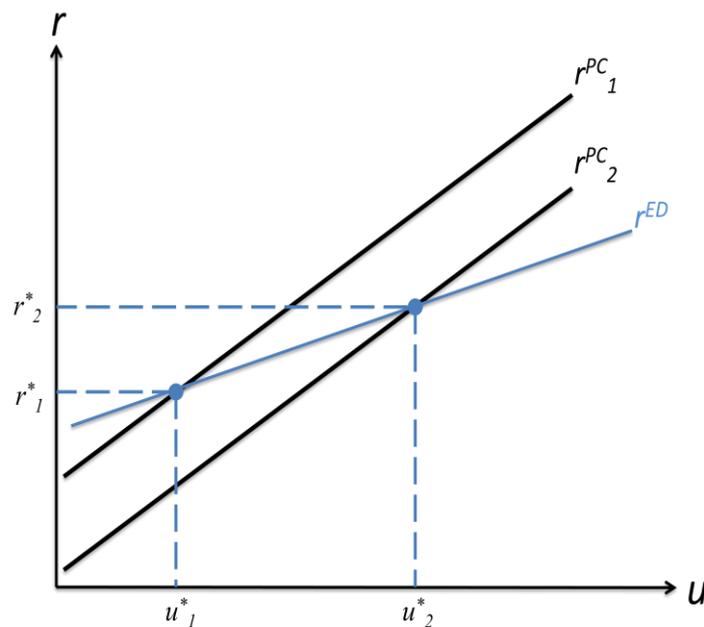
Nous commençons donc l'analyse par le cas d'une consommation intégrale des loyers perçus par les ménages rentiers. Deux cas de figure sont à nouveau à distinguer, selon que les entreprises intègrent les loyers dans le calcul de leur prix ou pas. La question de la fixation des prix est en effet cruciale chez les Post-Keynésiens. C'est en effet là que se joue à la fois la croissance (financement de l'investissement) et la répartition (partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits). Traditionnellement, les économistes post-keynésiens s'appuient sur la théorie des prix dite du « *cost-plus* » (Lee, 1998) : les entreprises déterminent leurs prix en ajoutant à leurs coûts une marge de profit, cette marge devant leur permettre d'autofinancer une part suffisante de leurs projets d'investissement. Pour regarder les effets d'une augmentation de la rente sur les entreprises, il convient donc de distinguer le cas dans lequel les entreprises supportent les coûts en loyers sans les répercuter dans les prix, par exemple parce que la concurrence sur les prix est telle que les entreprises ne peuvent répercuter les hausses de loyers sur les prix pratiqués (ce qui peut être le cas notamment des entreprises soumises à la concurrence internationale) du second cas où les entreprises incorporent le coût des loyers dans leur prix, en leur appliquant la même marge que les autres coûts de production avec, dans ce cas, une répercussion de la montée de la rente sur les prix payés par les consommateurs (cas des entreprises situées sur le même territoire de chalandise, dans les centres-villes par exemple).

Avec des loyers non margés

Dans ce cas de figure, voici les conséquences d'une hausse de la rente (vue comme une hausse du poids des coûts fixes dans l'output des entreprises) (voir figure 11 ci-dessous) :

- Le taux d'utilisation d'équilibre et le taux de profit augmentent, de u^*_1 et r^*_1 à u^*_2 et r^*_2 . L'équilibre macroéconomique s'améliore donc. Cela est dû au fait que la rente accapare une partie du revenu des entreprises qui l'auraient en partie épargnée pour la dépenser intégralement. En effet, nous supposons ici que les rentiers, qui reçoivent les loyers, dépensent ces revenus en intégralité. La hausse de la rente crée donc un effet demande globale qui se révèle bénéfique sur le plan macroéconomique (voir figure 11 ci-dessous) ;
- La hausse du poids de la rente affecte la répartition du revenu : la part des salaires est inchangée, en revanche la part des profits dans la valeur ajoutée diminue, et la part de la rente augmente... ce qui est paradoxalement une bonne chose pour la dynamique de l'économie, la rente étant ici associée à une propension à consommer égale à l'unité.

Figure 11 : Effet d'une hausse des loyers sans incorporation dans les prix et sans épargne



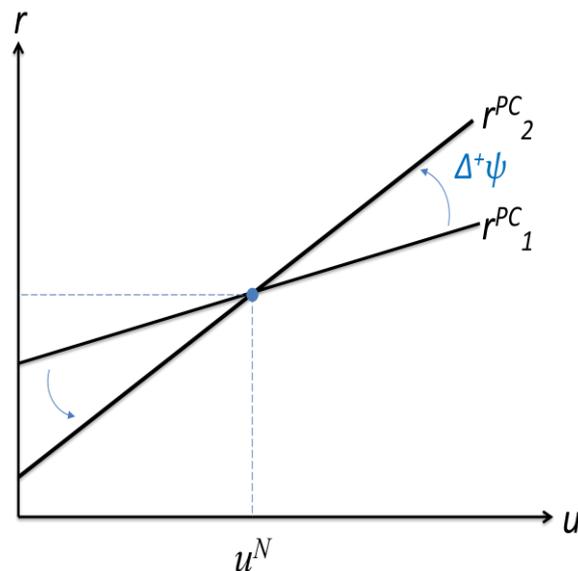
La hausse des loyers provoque ici une augmentation des coûts des entreprises, sans que les entreprises ne passent cette hausse de leurs coûts dans leurs prix. Il s'agirait donc plutôt d'une mauvaise nouvelle *a priori*. Initialement, pour le même niveau de demande (u^*_1), la rentabilité des entreprises serait plus faible à cause de la hausse des coûts (passage de r^{PC_1} à r^{PC_2}). Mais la rente payée par les entreprises est reçue par des ménages qui la dépensent en totalité, et cela permet d'augmenter la demande (passage de u^*_1 à u^*_2), et donc la rentabilité. Si ce cas de figure aboutit à un résultat positif pour les entreprises, cela provient

d'une hypothèse bien particulière sur le comportement des rentiers : avec une hypothèse plus réaliste où les rentiers épargnent une partie des revenus qu'ils reçoivent, on ne retrouverait pas nécessairement ce résultat encourageant...

Avec des loyers margés

Si les entreprises incorporent le montant des loyers dans leurs prix, la dynamique ne sera pas la même. Les loyers étant un coût fixe, la question qui se pose est de savoir comment les loyers sont comptabilisés pour le calcul des prix⁸⁸. Nous nous plaçons ici dans un cadre où les firmes se réfèrent à un niveau de production jugé normal (ou standard), et qu'elles intègrent dans le prix unitaire de leurs biens et services le montant des coûts fixes divisé par l'output jugé normal. Dans ce cas de figure, la hausse du poids des loyers fait pivoter la courbe r^{PC} (figure 12)⁸⁹.

Figure 12 : Effet d'une hausse des loyers sur la droite r^{PC} avec incorporation dans les prix



Désormais, l'impact d'une hausse de la rente (poids des loyers) est différente selon que l'économie se situe initialement à un taux d'utilisation inférieur ou supérieur au taux d'utilisation jugé normal (figure 13) :

- Si le taux d'utilisation est initialement supérieur au taux normal d'utilisation des capacités productives (grâce à une demande soutenue (r^{ED})), la hausse de la rente provoque une baisse du taux d'utilisation (passage de u^*_1 à u^*_2) et une baisse du taux de profit (passage de r^*_1 à r^*_2). En revanche, si le taux d'utilisation de l'économie est initialement en dessous du taux standard à cause d'une demande faible (r^{ED}), alors la hausse du poids des loyers provoque une hausse du taux d'utilisation (passage de u^*_1 '

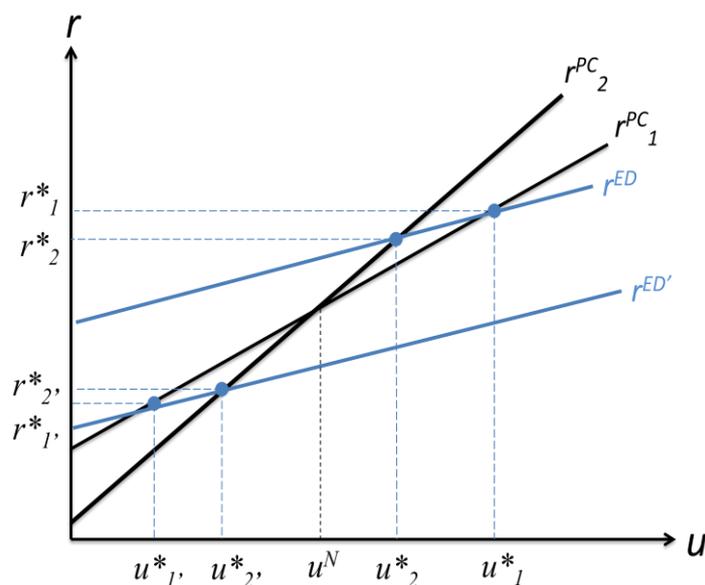
⁸⁸ L'intégration d'un coût variable dans un calcul de prix unitaire est plus simple : il suffit d'appliquer un taux de marge sur les coûts variables.

⁸⁹ Si l'économie est initialement à l'équilibre, rien ne se passe : elle y reste.

à u^*_2) et une hausse du taux de profit (passage de r^*_1 à r^*_2). Dans cette configuration macroéconomique, le poids de la rente joue un rôle contra-cyclique : l'équilibre macroéconomique s'améliore s'il est initialement détérioré, et se détériore si l'économie est initialement en surchauffe (figure 13) ;

- La part des salaires est négativement affectée par la hausse du poids des loyers, car ces loyers sont intégrés dans les prix et affectent donc le salaire réel toutes choses égales par ailleurs. La part des rentiers augmente. L'évolution de la part des profits dépend de l'équilibre initial de l'économie : lorsque le taux d'utilisation est inférieur au taux normal, la hausse du poids des loyers diminue la part des profits ; lorsque le taux d'utilisation est supérieur au taux normal, la hausse du poids des loyers augmente la part des profits.

Figure 13 : Effet d'une hausse des loyers avec incorporation dans les prix et sans épargne



À nouveau, ces résultats doivent être pris avec précaution, car ils reposent sur l'hypothèse de la dépense intégrale par les rentiers des loyers qu'ils reçoivent. Plutôt que d'en rester à cette première conclusion paradoxale qui fait de la montée de la rente une opportunité d'amélioration de la demande et des profits des entreprises (cas des loyers non margés) ou un stabilisateur automatique (cas des loyers margés), il convient de lever cette hypothèse portant sur le comportement de consommation des rentiers pour voir ce qu'il advient dans le cas où les rentiers épargnent une partie des loyers qu'ils reçoivent.

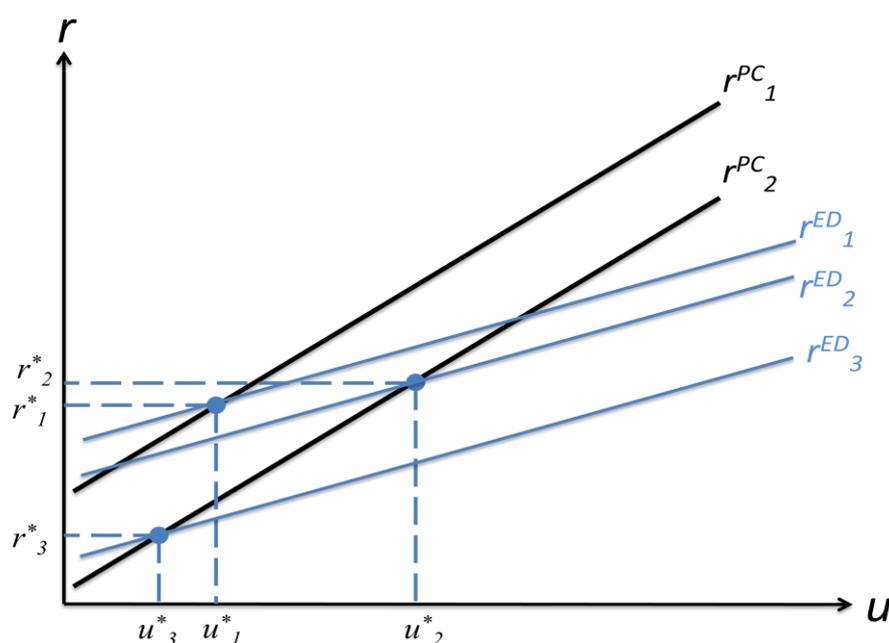
3.4.2. Avec épargne des rentiers

Si nous introduisons ici la possibilité pour les rentiers d'épargner une partie des loyers qu'ils reçoivent, nous devons procéder, comme dans le paragraphe précédent, par une distinction entre le cas où les entreprises répercutent dans leurs prix la hausse des loyers et le cas où les entreprises ne sont pas en mesure de le faire.

Avec des loyers non margés

Dans ce cas de figure, il n'est malheureusement pas possible d'établir un cas général quant au sens dans lequel l'équilibre macroéconomique est modifié : en fonction des propensions à épargner (les profits et les loyers), le taux d'utilisation et le taux de profit peuvent augmenter ou diminuer (passage de u^*_1 et r^*_1 à u^*_2 et r^*_2 ou u^*_3 et r^*_3). La lecture graphique (figure 14 ci-dessous) laisse même apparaître une zone intermédiaire dans laquelle le taux de profit des entreprises diminue dans le même temps que le taux d'utilisation augmente. Mais il est également possible, selon les configurations macroéconomiques, que la hausse du poids des loyers amène à un équilibre de taux d'utilisation et de taux de profit tous deux plus élevés (u^*_2 et r^*_2), ou à un équilibre de taux d'utilisation et de taux de profit tous deux plus faibles (u^*_3 et r^*_3).

Figure 14 : Effet d'une hausse des loyers sans incorporation dans les prix et avec épargne



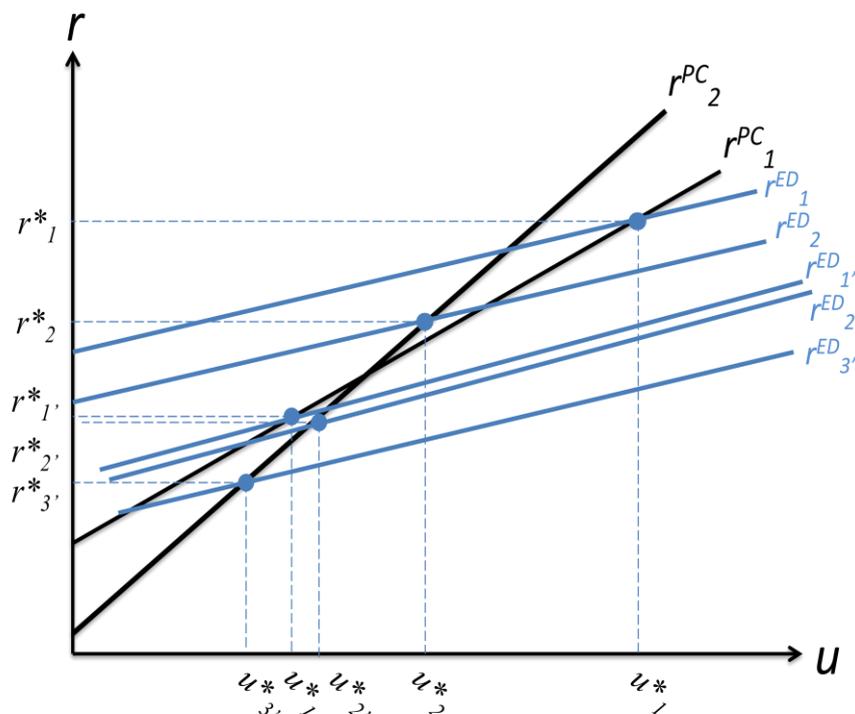
Si on ne sait pas comment la dynamique macroéconomique évolue suite à l'augmentation des loyers, on peut en revanche trancher la question de l'évolution de la répartition : la part des salaires est inchangée, mais la part des profits dans la valeur ajoutée diminue, alors que la part de la rente augmente. Comme nous l'avons annoncé plus haut, le cas des loyers non margés fait référence à des entreprises qui seraient soumises à la concurrence internationale. Le résultat que nous obtenons ici est bien conforme à ce que l'on pouvait attendre : la hausse des loyers pénalise les entreprises dont la situation financière va se dégrader, au profit des rentiers dont les revenus vont augmenter. Il y aurait donc bien matière à une distorsion de compétitivité au détriment des entreprises situées dans des pays où les loyers augmentent comparativement à des entreprises localisées dans des pays où les loyers stagnent.

Avec des loyers margés

Ici, lorsque les loyers sont incorporés dans les prix par les entreprises, il n'existe à nouveau pas de cas général (figure 15) :

- Au niveau de la dynamique macroéconomique, si le taux d'utilisation est supérieur au taux normal, l'équilibre est forcément détérioré (baisse du taux de profit de r^*_1 à r^*_2 et baisse du taux d'utilisation de u^*_1 à u^*_2). Si le taux d'utilisation est inférieur au taux normal (équilibre initial en u^*_1 et r^*_1), alors l'évolution dépend à nouveau des paramètres du modèle, et toute nouvelle configuration est possible : baisse du taux de profit et hausse du taux d'utilisation (passage de r^*_1 à r^*_2' et de u^*_1 à u^*_2'), baisse du taux de profit et baisse du taux d'utilisation (passage de u^*_1 à u^*_3' et de r^*_1 à r^*_3') (figure 15) ;
- Au niveau de la répartition, la part des salaires est négativement affectée par la hausse du poids des loyers, car ces loyers sont intégrés dans les prix et affectent donc le salaire réel toutes choses égales par ailleurs. La part des rentiers augmente. L'évolution de la part des profits dépend de l'équilibre initial de l'économie : lorsque le taux d'utilisation est inférieur au taux normal, la hausse du poids des loyers diminue la part des profits. Lorsque le taux d'utilisation est supérieur au taux normal, la hausse du poids des loyers augmente la part des profits.

Figure 15 : Effet d'une hausse des loyers sur la droite r^{PC} avec incorporation dans les prix et épargne



Comme nous l'annoncions plus haut, ce cas des loyers margés fait référence à des entreprises en concurrence sur le même territoire, par exemple des entreprises situées dans les mêmes centres-villes. Le résultat que l'on obtient ici en termes de répartition est à nouveau relativement intuitif : alors que c'étaient les entreprises qui étaient les plus pénalisées par la hausse des loyers dans le cas de la non-répercussion dans les prix de cette hausse de coût, ce sont désormais les salariés qui vont subir la hausse des loyers par une diminution de leur pouvoir d'achat.

Malgré ces quelques enseignements, concentrés surtout sur la question de la répartition, un modèle post-keynésien canonique ne permet donc pas réellement de faire apparaître de conclusions tranchées quant à l'impact d'une hausse du poids des loyers pour les entreprises et la dynamique macroéconomique. Les résultats dépendent des paramètres choisis pour le modèle et ne font pas apparaître de cas général. Il est donc nécessaire de recourir à une modélisation plus précise qui assigne des valeurs aux paramètres afin d'étudier des scénarios précis. C'est ainsi que la littérature post-keynésienne abordant la question de l'immobilier (littérature peu abondante en l'état) procède le plus souvent par simulation numérique de modèles assez complexes. Parmi les travaux qu'il est possible de mentionner, une grande majorité tente d'introduire le marché immobilier dans un modèle macroéconomique Stock-Flux Cohérent (SFC), mais vu du côté de l'immobilier des ménages, et non du côté du coût des loyers pour les entreprises. Ainsi, Zezza (2008) tente de modéliser l'évolution du prix de l'immobilier résidentiel en fonction de la demande de biens immobiliers des ménages (« travailleurs » et « capitalistes ») et de la production de ces biens immobiliers par les firmes. On trouve le même type de réflexion chez Fontana et Godin (2013). Le point commun de ces travaux est cependant, comme nous l'avons souligné, qu'ils se concentrent sur l'évolution du marché de l'immobilier résidentiel, dans la foulée de la crise immobilière dite des « *subprimes* ». Ils n'analysent donc pas le rôle de la hausse des loyers pour les entreprises non financières, mais se penchent plutôt sur les comportements de consommation des ménages découlant des booms immobiliers. En particulier, Zezza (2008) montre que la hausse des prix de l'immobilier peut dégénérer en bulle immobilière si les constructions neuves ne suffisent pas à éteindre la demande spéculative de biens immobiliers. Il peut alors en résulter des plus-values immobilières qui alimenteront éventuellement la consommation des ménages, d'autant plus facilement que les ménages riches qui en bénéficient poussent les autres ménages à tenter de suivre les nouvelles modes de consommation en s'endettant (cf. aussi Frank et al., 2014) : on retrouve bien le lien entre la montée des inégalités et la dynamique de l'endettement des ménages. Bien évidemment, l'économie s'en trouve alors fragilisée, avec le risque que la croissance qui fut portée par ces dépenses ne s'effondre au moment où l'endettement des ménages atteint ses limites. Par rapport au modèle kaleckien que nous avons développé dans cette section, c'est tout l'intérêt des modèles SFC que de prendre en compte les interactions entre les marchés immobiliers et financiers, pour mieux souligner le rôle de l'endettement des ménages, dont on verra, dans la prochaine section, qu'il peut permettre de comprendre les dynamiques des prix immobiliers dans les différents pays.

4. Perspectives internationales sur l'évolution des prix immobiliers

L'objectif de ce paragraphe est de fixer quelques ordres de grandeur sur les évolutions historiques des prix de l'immobilier dans une perspective internationale. Si la question immobilière est l'objet de beaucoup d'attentions dans les médias et les discussions quotidiennes, la France est-elle un cas à part parmi les autres pays développés, ou ne peut-on pas au contraire trouver dans l'Hexagone des similitudes avec ce qui se fait chez nos voisins ? En effet, si l'on pense que les prix de l'immobilier ont trop augmenté et que cela pénalise fortement les entreprises françaises, encore faut-il vérifier si les entreprises exerçant en dehors de France subissent ou non une contrainte équivalente, avant de conclure que l'orientation du marché immobilier français explique les difficultés spécifiques des entreprises nationales...

Dans un premier temps, nous présenterons quelques indicateurs permettant de caractériser la situation française, et de voir la spécificité des 15 dernières années. Dans un second temps, nous élargirons la focale pour comparer le cas français avec les évolutions connues par les autres pays développés.

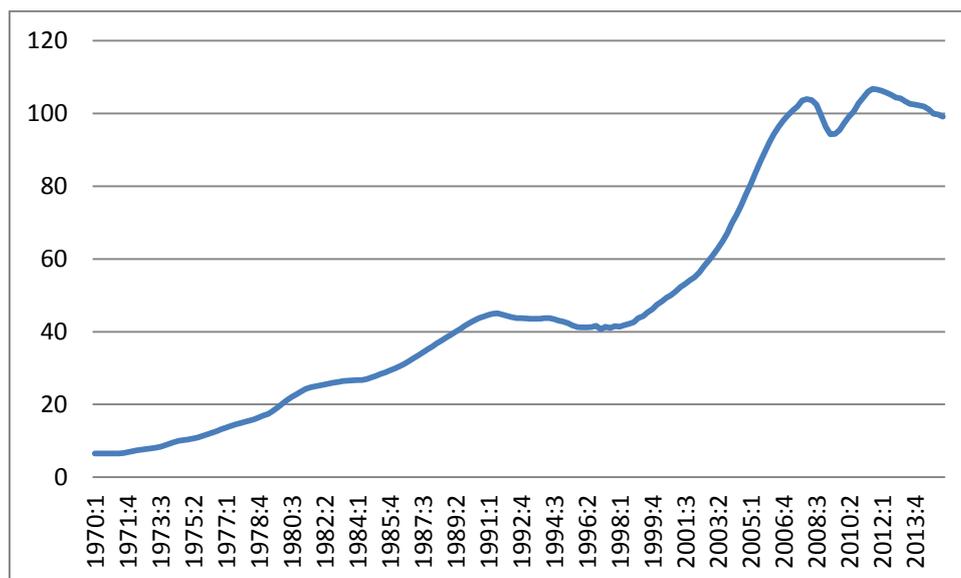
4.1. Le cas français

Ce rapport ne se veut pas une expertise en économie de l'immobilier. Aussi, notre analyse cherchera davantage à mettre en évidence des points qui nous semblent importants pour la dynamique macroéconomique et microéconomique, plutôt qu'à rendre une étude d'expert sur le fonctionnement exhaustif du marché immobilier. Nous laissons à d'autres le soin de caractériser plus précisément ce marché particulier. Parmi les chiffres disponibles sur le marché immobilier, nous avons eu recours à plusieurs sources, mais ce sont surtout les travaux de Jacques Friggit qui nous permettront de mener à bien notre analyse⁹⁰.

Pour mesurer l'évolution des prix du logement, une première méthode consiste à regarder l'évolution du prix nominal. L'OCDE fournit un indice qui permet de remonter jusqu'à 1970.

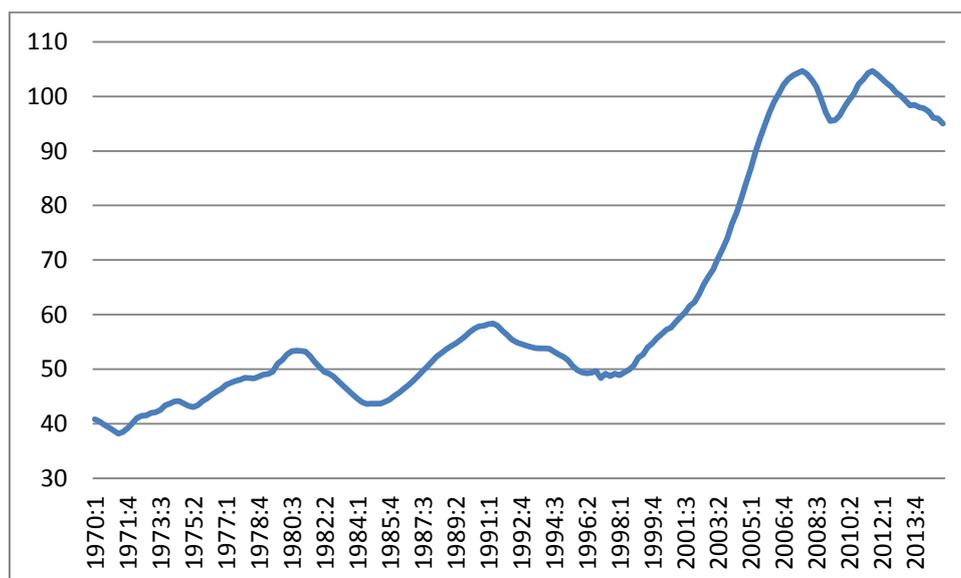
⁹⁰ Nous renvoyons en particulier le lecteur à la consultation du site suivant qui reprend une mine d'informations sur les évolutions des prix de l'immobilier : <http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-evolution-1200-a1048.html>

Figure 16 : Indice des prix nominaux de l'immobilier, France, 1970-2014 (base 100 = 2010)



Le profil de l'évolution semble correspondre à une augmentation quasi continue. On note cependant des plateaux au début des années 1980, puis au début des années 1990, et enfin après 2008. Les prix immobiliers auraient ainsi été globalement multipliés par 15 entre le premier trimestre 1970 et le deuxième trimestre 2015. Ce chiffre, aussi impressionnant soit-il, ne nous dit pas grand-chose sur l'augmentation réelle des prix de l'immobilier. Pour mieux apprécier son ampleur, il convient de retenir un indice des prix réels de l'immobilier, c'est-à-dire un indice qui neutralise l'effet de l'augmentation du niveau général des prix. Là aussi, l'OCDE fournit les données nécessaires.

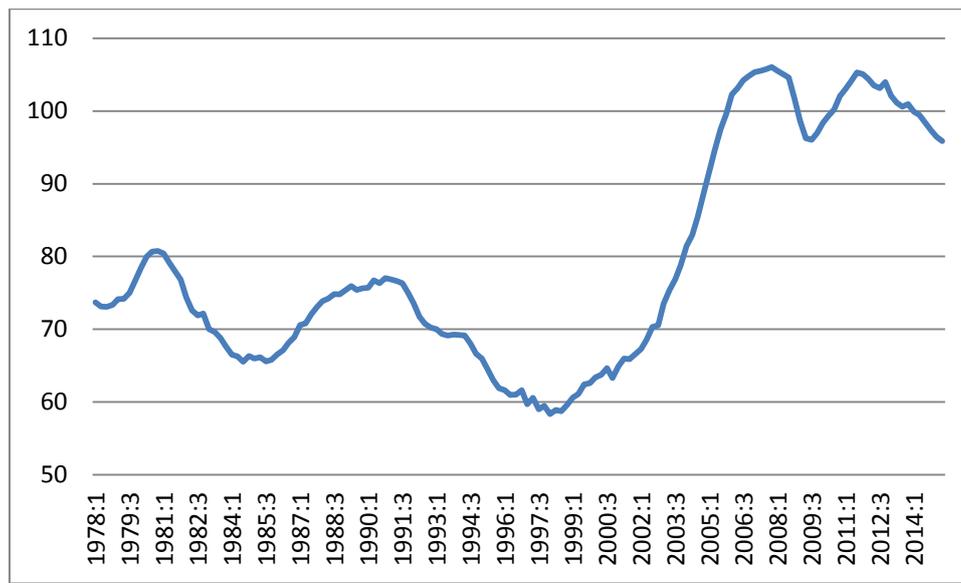
Figure 17 : Indice des prix réels de l'immobilier, France, 1970-2014 (base 100 = 2010)



Cette nouvelle représentation démontre toujours une augmentation globale des prix réels de l'immobilier (multipliés par 2,3 sur la période), mais, au-delà des fluctuations modérées des années 1970-1990, on décèle désormais une augmentation beaucoup plus prononcée

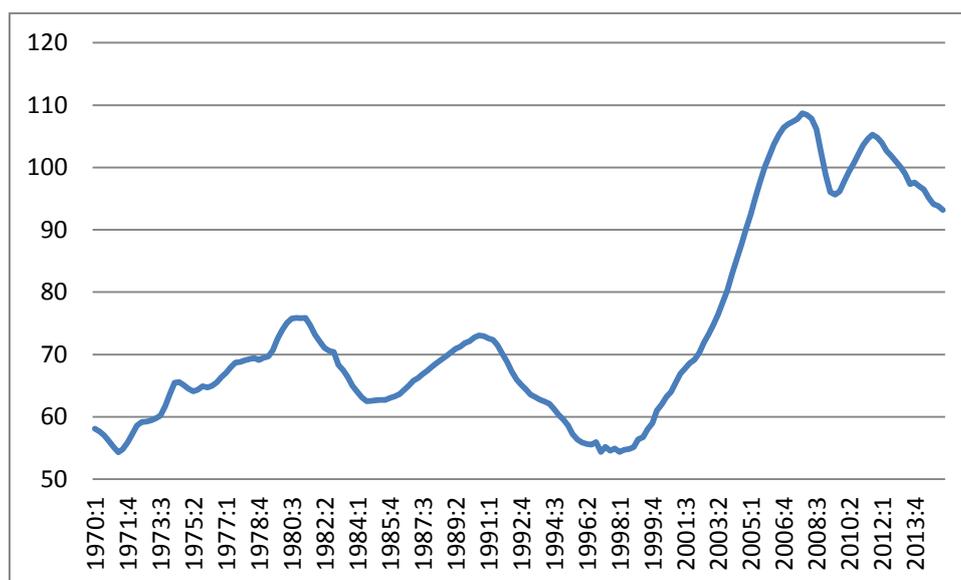
dans les années 2000 : entre janvier 2001 et janvier 2008, la croissance réelle annuelle moyenne s'est effectuée à un rythme de plus de 8%, contre à peine plus de 1% entre janvier 1970 et janvier 2001. Les déséquilibres immobiliers français se concentrent donc sur les 15 dernières années. Quand on cherche à regarder l'effet macroéconomique que cette hausse des prix de l'immobilier peut avoir, il convient de mettre en rapport ces prix avec le revenu des ménages. Là aussi, l'OCDE répond à nos besoins en produisant de tels indices.

Figure 18 : Indice des prix immobiliers rapportés aux revenus, France, 1978-2014 (base 100 = 2010)



La courbe dessine cette fois deux tendances bien distinctes. Entre 1978 et 1998, on note une baisse du ratio des prix immobiliers par rapport au revenu disponible des ménages. Cette baisse aurait tendance à nous dire que les prix de l'immobilier représentent une part de plus en plus faible de leur revenu. Mais, à partir des années 2000, on constate la même hausse marquée du ratio, indiquant que les prix immobiliers accaparent une part de plus en plus grande du revenu des ménages. Cela signifie que les ménages acquéreurs de biens immobiliers ne pourront plus consacrer une part de leur revenu aussi importante qu'avant à la consommation de biens et services. Voilà qui pourrait contribuer à expliquer un frein macroéconomique pour les entreprises françaises. Mais cette vision est pour le moment encore trop sommaire. Tous les ménages ne souhaitent pas acquérir un bien immobilier. Le coût que représente l'immobilier doit être aussi compris sous l'angle des loyers que les ménages ont à verser pour se loger. L'OCDE fournit un dernier indicateur utile, en rapportant les prix de l'immobilier aux loyers.

Figure 19 : Indice des prix immobiliers rapportés aux loyers, France, 1970-2014 (base 100 = 2010)



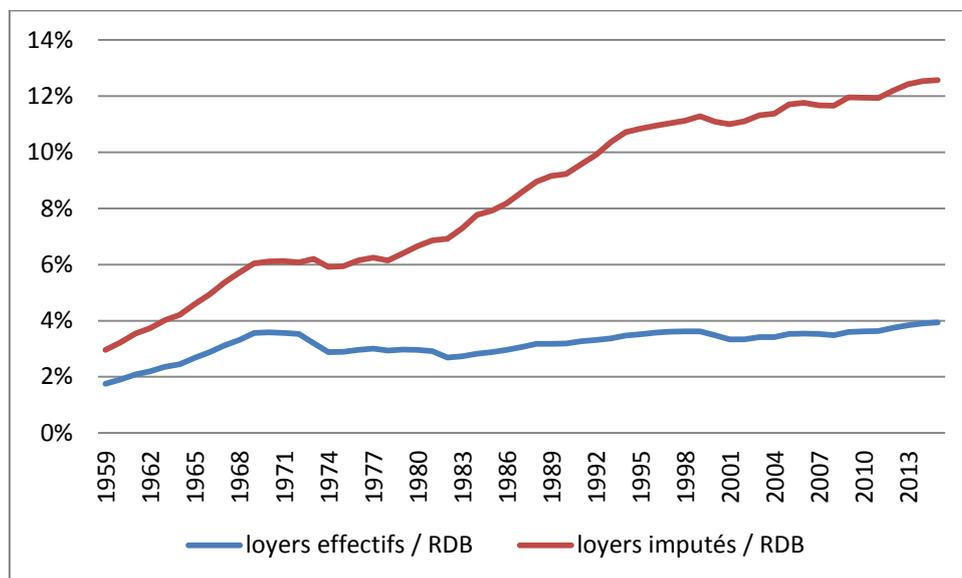
Ce graphique présente à nouveau le même genre de profil, avec une relative stabilité entre 1970 et 2000, puis un envol jusqu'en 2008. Si le ratio augmente, cela signifie ici que les prix de l'immobilier augmentent beaucoup plus vite que les loyers. Nous sommes donc confrontés à une situation où ce sont les acquéreurs qui subissent l'essentiel de la hausse de l'immobilier, la dynamique des loyers poussant même à une baisse de la rentabilité de l'immobilier calculé comme le rapport entre les loyers et le prix de l'immobilier⁹¹. Les 15 dernières années en France représentent ce qu'il est convenu d'appeler une bulle immobilière : les prix se sont déconnectés des revenus des ménages, mais aussi des loyers ; les achats immobiliers ne sont donc plus motivés par la perspective de retirer un revenu régulier du bien, mais par une recherche spéculative de la plus-value. Au travers des séries de dépenses pré-engagées de l'Insee, on observe bien cette déconnexion entre la part des loyers réels et celle des loyers imputés⁹² dans le revenu des ménages. Bien évidemment, ce poids de plus en plus lourd n'est pas uniquement le signe d'une rente subie : les ménages *veulent* dépenser plus pour le logement, car il s'agit d'un bien supérieur. On observe une amélioration de la qualité du service de logement fourni qui peut se voir au travers de l'augmentation de la surface moyenne des logements, de l'augmentation du nombre de mètres carrés par personne (phénomène accentué par la baisse du nombre de personnes par logement), ou de la baisse de la part des logements sans confort sanitaire. Par exemple,

⁹¹ Cette baisse doit être nuancée, car le calcul d'un taux de rentabilité incluant les plus-values ne montrerait pas du tout le même profil...

⁹² Les loyers imputés désignent le coût du logement pour les propriétaires occupants. La Comptabilité nationale considère en effet qu'un propriétaire qui occupe son propre logement se rend un service de logement à lui-même, à hauteur du loyer qu'il aurait dû payer pour un logement équivalent s'il n'était pas propriétaire. Ces loyers imputés sont des loyers que les propriétaires occupants se versent à eux-mêmes. Cette construction statistique peut même devenir un enjeu pour les finances publiques, puisque l'État repose régulièrement la question de la taxation de ces loyers imputés, en arguant que les propriétaires bailleurs paient des impôts sur les loyers qu'ils touchent, mais que les propriétaires occupants ne sont pas taxés sur la base de ces revenus qu'ils se versent à eux-mêmes...

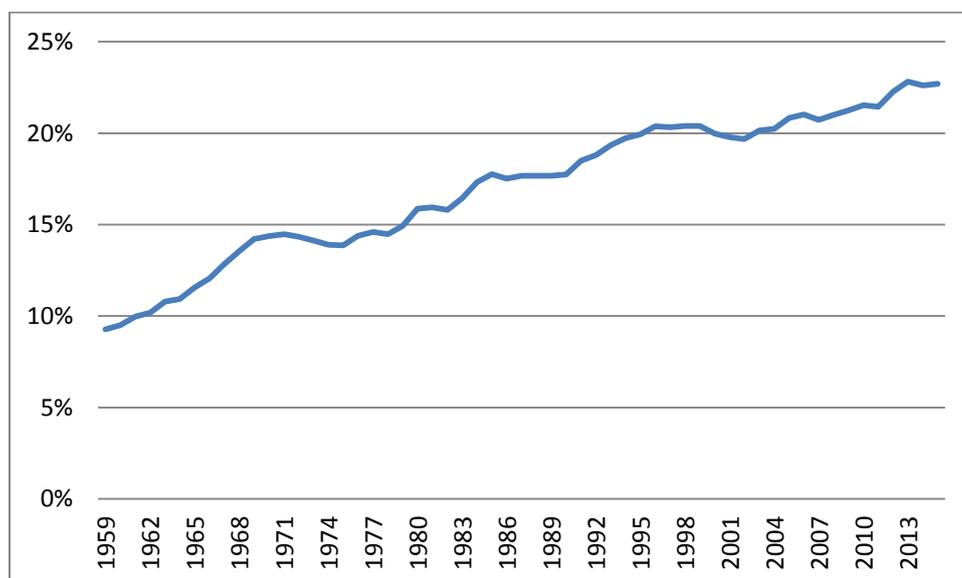
la surface moyenne par personne serait passée de 23 mètres carrés en 1970 à 40 mètres carrés en 2013.

Figure 20 : Part des loyers dans le revenu disponible brut des ménages, France, 1959-2015



Les loyers effectifs versés évoluent bien au même rythme que le revenu des ménages, mais ce sont les loyers imputés qui connaissent une hausse importante⁹³. Au bout du compte, si on ajoute aux loyers les dépenses de fluide (eau, gaz, électricité), les dépenses totales de logement pèsent de plus en plus lourd dans le budget des ménages.

Figure 21 : Part des dépenses de logement dans le revenu disponible brut des ménages, France, 1959-2015



⁹³ Cette hausse des loyers imputés proviendrait notamment du fait que les ménages propriétaires occupent des logements de meilleure qualité que les ménages locataires, et que, par conséquent, les loyers pour des biens immobiliers équivalents auraient plus progressé que ceux des biens mis en location.

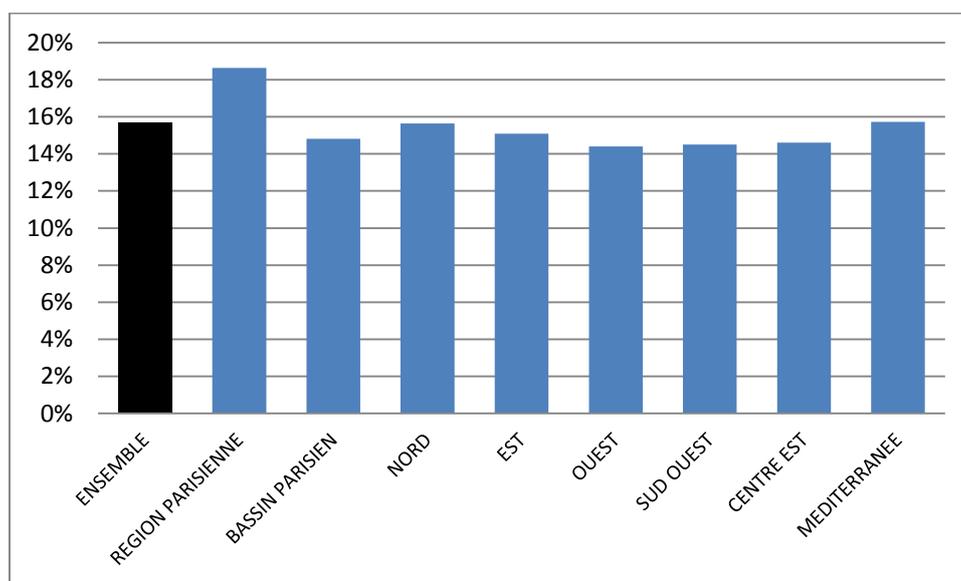
Par ailleurs, nous ne devons pas nous réjouir trop vite pour les locataires dont les loyers n'auraient, relativement aux prix de l'immobilier, pas augmenté. Les données de Jacques Friggit sont ici nécessaires pour souligner un paradoxe apparent. Pour l'ensemble des ménages, quand on compare les évolutions des loyers et des revenus, on n'observe pas de tendance particulièrement haussière : les loyers évoluent au même rythme que le revenu de l'ensemble des ménages. Par contre, si on ne s'intéresse qu'aux seuls ménages locataires, on remarque que la part des loyers dans leur revenu a doublé, passant de 11% en 1970 à plus de 22% en 2006. Cette hausse est liée à plusieurs facteurs selon Friggit (augmentation de la qualité des logements, diminution du nombre de personnes par logement...), mais elle révèle surtout une paupérisation des locataires dont les revenus ont été peu dynamiques. Les locataires, souvent jeunes, se voient de plus en plus contraints dans leurs dépenses de consommation. Ils se sont en outre éloignés davantage de l'accession à la propriété du fait des prix à l'achat qui augmentent encore plus vite que les loyers. Certes, les taux d'intérêt bas détendent leur contrainte de financement, mais ils sont quand même obligés d'emprunter sur une durée plus longue que leurs aînés dans les années 1970... Au niveau macroéconomique, cela aboutit donc à un transfert de pouvoir d'achat des plus jeunes vers les plus vieux, des plus pauvres vers les plus riches, c'est-à-dire à une redistribution au détriment des ménages les plus susceptibles de consommer et au bénéfice des ménages qui ont la plus grande propension à épargner. Du point de vue keynésien, cette dynamique immobilière constitue bien un frein.

Approches régionales

La dynamique globale en France masque des disparités importantes d'une région à l'autre. Les prix et les loyers ne connaissent pas la même évolution au cœur de Paris et dans les zones les plus reculées de la Creuse. Les zones où les prix et les loyers sont les plus tendus dessinent une géographie où ressortent les métropoles les plus prospères. L'attrait de régions touristiques peut renchérir davantage encore les prix, mais la règle est en somme que les logements sont chers là où les habitants sont riches.

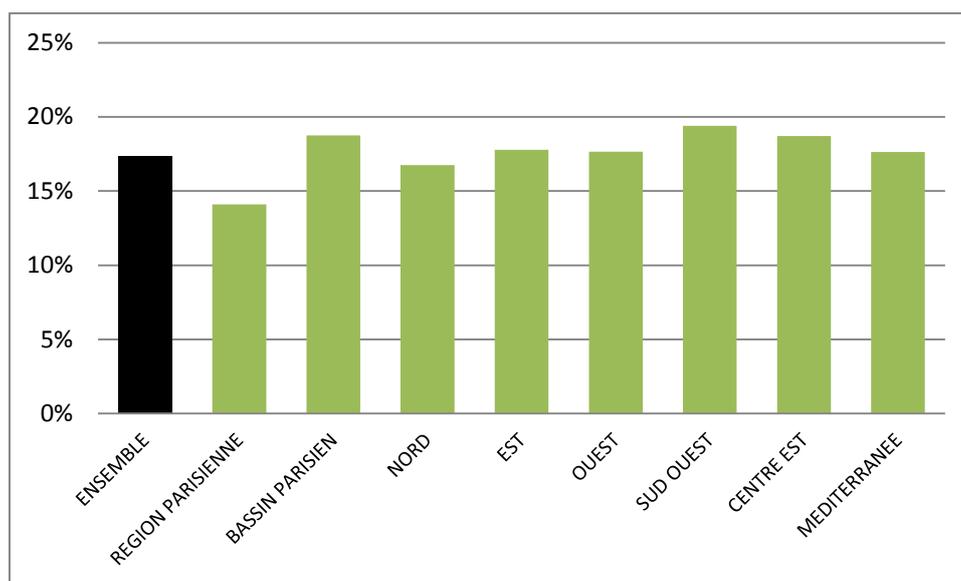
L'Insee produit quelques séries intéressantes pour mesurer le poids des différentes dépenses de consommation à l'échelle des zones d'études et d'aménagement du territoire (enquête Budget des Familles, 2011). On observe sans surprise que la région parisienne ressort comme la zone où le logement représente la part la plus élevée des dépenses de consommation.

Figure 22 : Part des dépenses de logement dans les dépenses totales des ménages, par ZEAT en France, 2011



Mais, pour mieux se rendre compte des difficultés économiques liées au logement, il convient de regarder également ce qu'il se passe au niveau des dépenses de transport. En effet, certaines populations fragiles sur le plan économique sont contraintes de s'éloigner des zones urbaines les plus tendues pour trouver davantage d'espace dans leur habitation, mais cela se fera au prix d'un coût et d'un temps de transport souvent plus élevés.

Figure 23 : Part des dépenses de transport dans les dépenses totales des ménages, par ZEAT en France, 2011



Cette fois, c'est le bassin parisien qui arrive en tête, ce qui tendrait à corroborer le rôle des dépenses des navetteurs travaillant en région parisienne. La question du logement est donc intimement liée à celle des transports, et quand on ajoute au coût du logement le prix du transport, on obtient une réelle contrainte qui pèse sur la capacité de dépenses des ménages, donc sur la croissance économique...

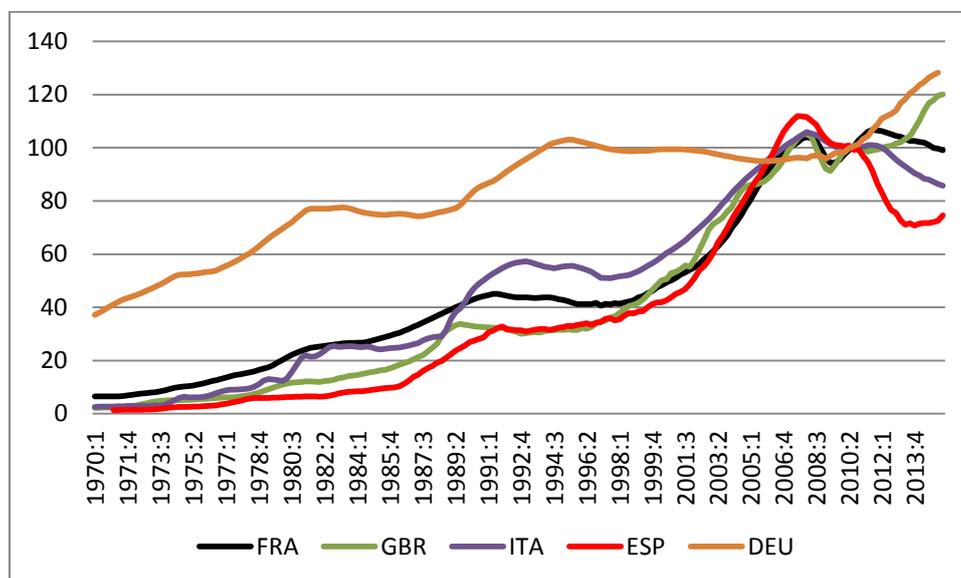
4.2. Quelques éléments de comparaison

La France a-t-elle connu une évolution exceptionnelle ou d'autres pays ont-ils subi des évolutions encore plus marquées ? Après tout, la crise des *subprimes* est partie de déséquilibres très forts sur le marché immobilier américain, et le déclenchement de la crise de la dette publique dans la zone euro a beaucoup à voir avec les bulles immobilières en Espagne ou en Irlande... Pourtant, le cas français exhibe des particularités intéressantes qui méritent d'être soulignées par rapport à d'autres pays...

Quand on compare, on peut essayer de comparer les *évolutions*. Ce point est plus aisé, car il existe des indices plutôt bien renseignés au niveau international. Grâce à l'OCDE, on peut ainsi retrouver les traces des prix immobiliers avec les quatre types d'indicateurs déjà utilisés pour le seul cas français (prix nominaux, prix réels, ratio des prix sur les revenus, ratio des prix sur les loyers)... Quand on compare, on peut aussi essayer de se faire une idée des *niveaux*. Ainsi, il serait particulièrement utile pour une analyse macroéconomique de se rendre compte de la part du revenu des ménages qui est consacrée au logement. On obtiendrait alors une sorte de reste à vivre dont l'ampleur serait un indicateur de la vigueur de la demande potentielle pouvant être adressée aux entreprises... Mais avant d'en venir à

ce point, regardons déjà les évolutions sur le temps long, en prenant d'abord l'indicateur du prix nominal de l'immobilier de l'OCDE⁹⁴.

Figure 24 : Indice des prix nominaux de l'immobilier de grands pays européens, 1970-2014 (base 100 = 2010)

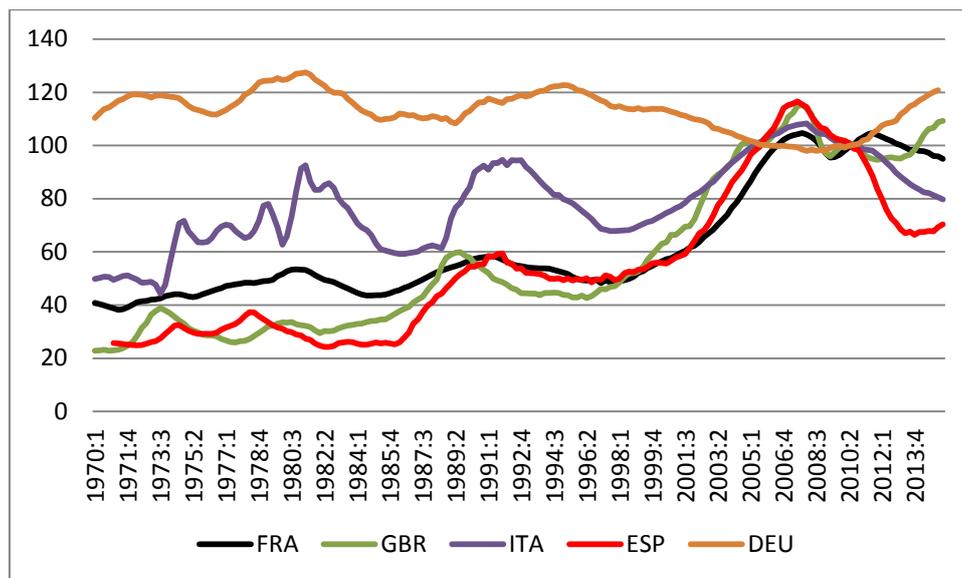


On remarque ici que la France ne dénote pas des autres pays : partout, une hausse quasi continue a lieu, avec une accélération sensible dans les années 2000, puis un retournement plus ou moins prononcé selon les pays après 2008⁹⁵. Plus que la France, c'est l'Allemagne qui fait figure d'exception avec des prix totalement plats, et même légèrement décroissants, entre le milieu des années 1990 et la crise de 2008. C'est seulement depuis cette date que les prix semblent orientés à la hausse. Le profil atypique de l'Allemagne pourrait être lié à la réunification qui aurait initié un emballement immobilier plus précoce que ce qui s'est vu ailleurs. Si on neutralise maintenant les effets de l'inflation et qu'on regarde l'évolution des prix réels de l'immobilier, les constats précédents ne sont pas très significativement modifiés.

⁹⁴ Fixer un indice en base 100 pour l'année 2010 signifie qu'on compare les prix immobiliers de différentes années aux prix immobiliers de ce même pays pour l'année 2010. Si l'Allemagne est haut placée sur la figure 24 en début de période, cela signifie simplement que les prix immobiliers des années 1990 sont proches de leur niveau de 2010, alors que pour les autres pays, les prix immobiliers des années 1990 sont largement inférieurs aux prix de 2010.

⁹⁵ Alors que les marchés espagnols et italiens restent déprimés depuis 2008, on remarque que les prix repartent à la hausse rapidement dans les pays anglo-saxons.

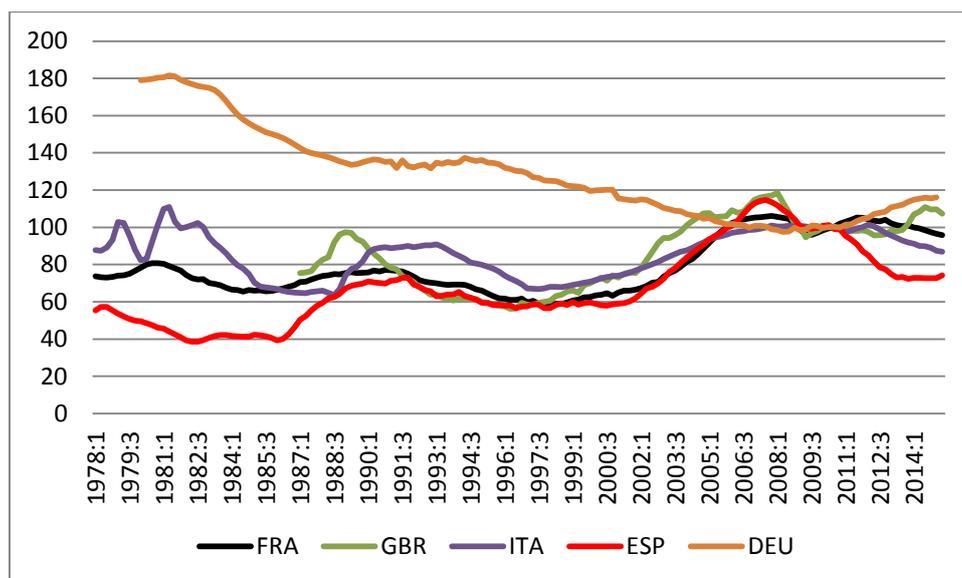
Figure 25 : Indice des prix réels de l'immobilier des grands pays européens, 1970-2014 (base 100 = 2010)



Alors que le cas allemand reste atypique, la France épouse relativement bien les évolutions britanniques ou espagnoles, à ceci près qu'elle n'a pas connu une baisse aussi marquée que l'Espagne après 2008 et qu'elle n'a pas connu un rétablissement aussi prompt que le Royaume-Uni.

Le troisième indicateur fourni par l'OCDE a trait au rapport entre les prix de l'immobilier et les revenus des ménages. Si l'OCDE ne fournit pas les niveaux de ces ratios, elle produit cependant l'évolution d'un indice qui remonte à la fin des années 1970.

Figure 26 : Indice des prix immobiliers rapportés aux revenus des grands pays européens, 1978-2014 (base 100 = 2010)

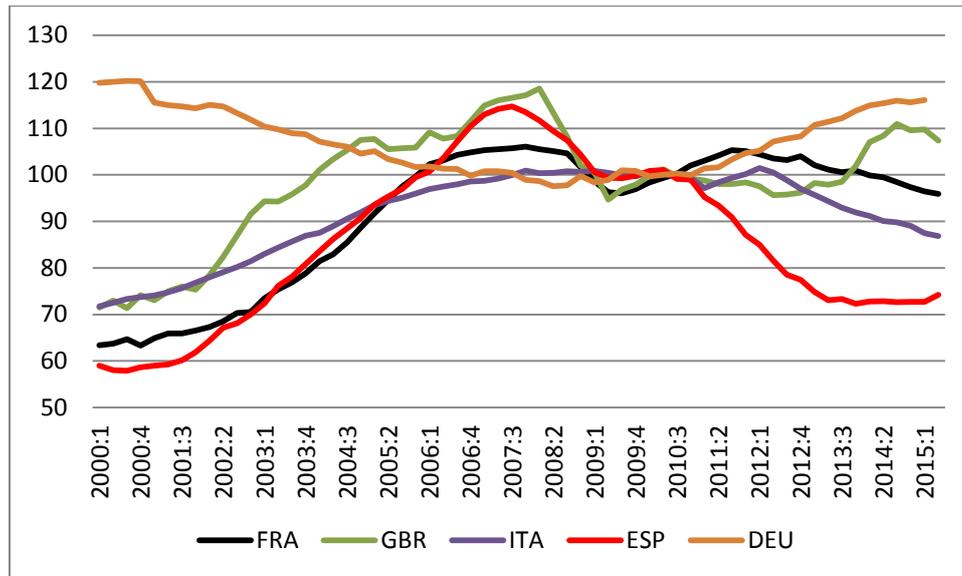


Là encore, la France ne semble pas sortir du rang. Alors que l'Allemagne continue d'afficher une tendance atypique, avec une baisse relativement importante sur la période, l'ensemble

des autres pays a connu une augmentation des prix immobiliers comparativement au revenu sur la décennie 2000.

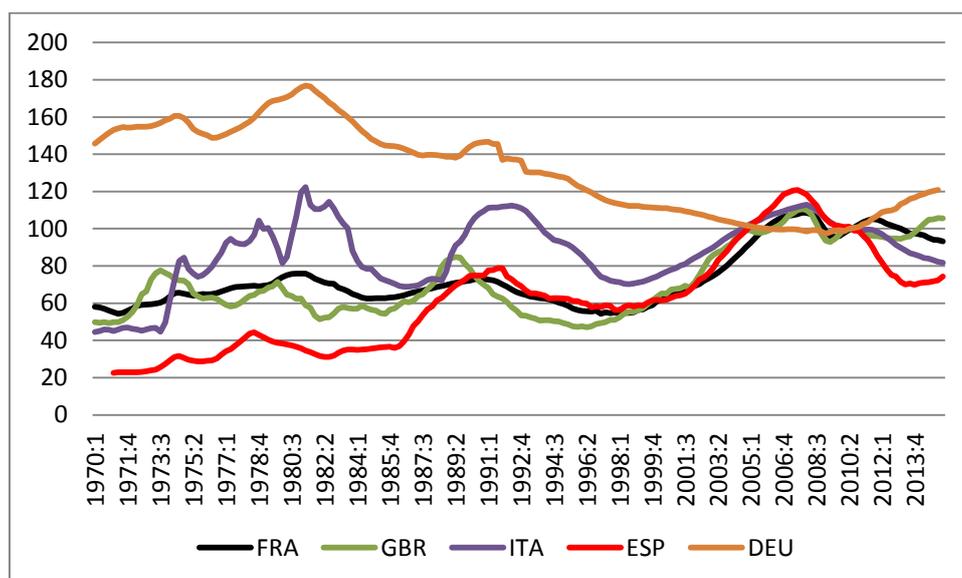
En zoomant sur la décennie 2000, on se rend mieux compte des divergences européennes : l'ampleur et la rapidité des ajustements à l'œuvre ne sont plus masquées par le recul historique pris dans le graphique précédent.

Figure 27 : Indice des prix immobiliers rapportés aux revenus des grands pays européens, 2000-2014 (base 100 = 2010)



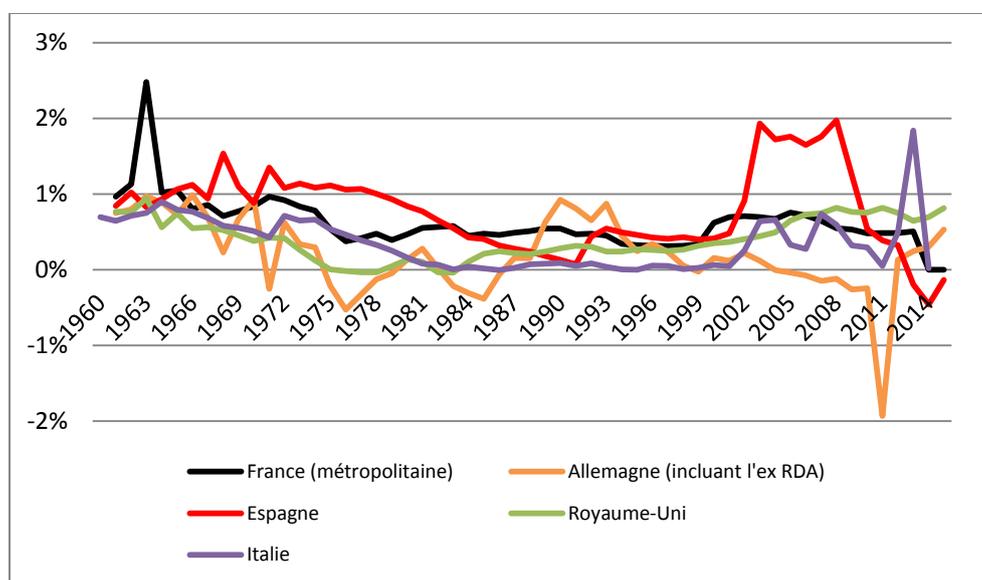
En utilisant la dernière ressource de l'OCDE, on peut représenter l'évolution des ratios entre les prix de l'immobilier et les loyers.

Figure 28 : Indice des prix immobiliers rapportés aux loyers des grands pays européens, 1970-201 (base 100 = 2010)



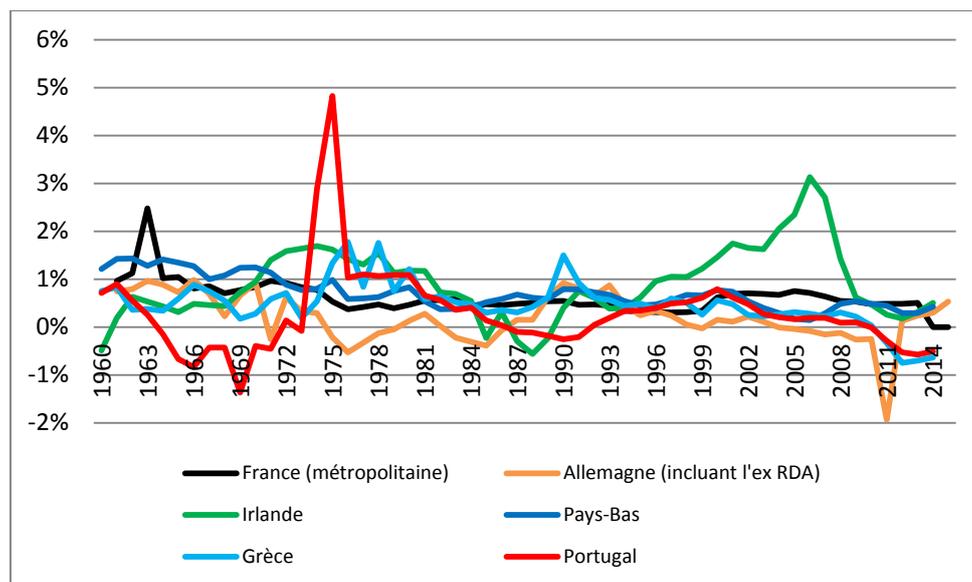
Ce nouveau graphique ne nous permet toujours pas de faire ressortir une spécificité française. Encore une fois, c'est l'Allemagne qui affiche un profil divergent. D'après ces indices, le divorce sur la décennie 2000 entre l'évolution des prix immobiliers d'un côté, et les loyers – ou les revenus – de l'autre, n'est pas propre à la France : avant la crise de 2008, les prix de l'immobilier augmentaient plus vite que les loyers ou les revenus partout... sauf en Allemagne. Certains pourraient vouloir y voir la trace de la démographie allemande, plus faible qu'ailleurs. À première vue, cette hypothèse peut tenir la route partiellement pour la période post 2000, puisque la population allemande croît moins vite que celles des autres grands pays européens, ce qui provoquerait une moins grande tension sur la demande immobilière.

Figure 29 : Taux de croissance de la population totale des grands pays européens (source : Eurostat)



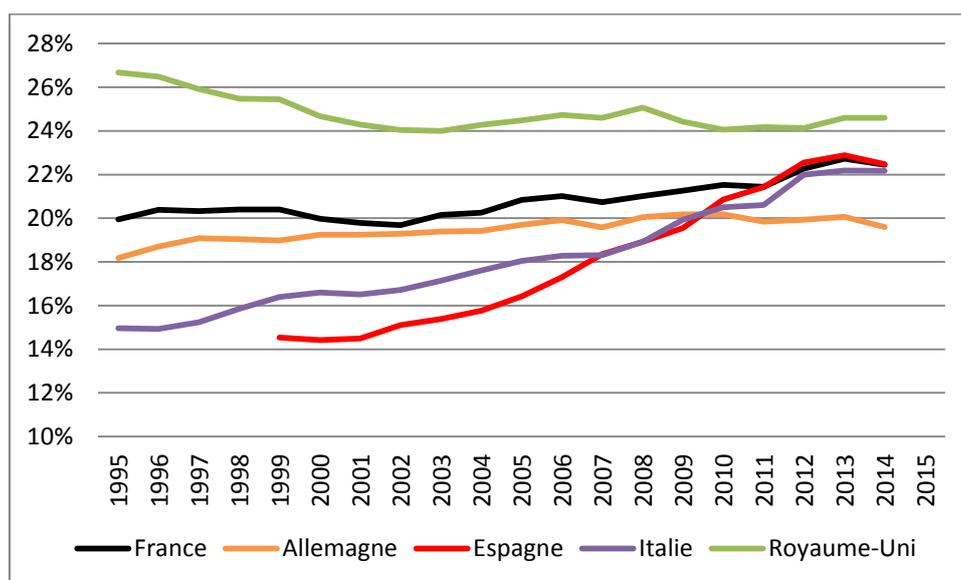
Mais cette explication n'épuise pas le mystère allemand. La comparaison avec d'autres pays européens de taille plus réduite nous montre que des pays à la démographie tout aussi faible ont malgré tout connu un emballement immobilier dans les années 2000 (Portugal, Grèce, Pays-Bas). À l'inverse, l'Irlande renforce la thèse d'une corrélation positive entre prix de l'immobilier et démographie.

Figure 30 : Taux de croissance de la population totale des pays européens de taille intermédiaire (source : Eurostat)



Plutôt que de regarder ces évolutions, on peut être tenté de se faire une meilleure idée de la pression immobilière sur les ménages en analysant la part des dépenses de logement dans le revenu disponible des ménages. Eurostat produit au niveau européen des séries de données qui permettent de remonter jusqu'en 1995. Les données ci-dessous reprennent des moyennes nationales sans tenir compte des disparités entre statuts d'occupation des logements, statuts dont nous avons vu qu'ils ont beaucoup d'importance dans le cas français.

Figure 31 : Part des dépenses de logement dans le revenu des ménages des grands pays européens, 1995-2015



La France n'apparaît toujours pas comme une exception, le poids des dépenses de logement étant au bout du compte comparable à celui de ses voisins européens. Tout juste peut-on

mentionner ici que l'augmentation connue en France entre 1995 et 2015 est plus faible que l'envol subi en Espagne et en Italie.

Il existe bien évidemment de nombreuses limites à ces exercices de comparaison internationale, et nous ne développerons pas plus en avant ces quelques éléments d'analyse dont la seule ambition était de voir s'il existait une spécificité française sur les dernières années dans le domaine du coût de l'immobilier. Force est de constater qu'une telle particularité n'est pas flagrante, et que, excepté l'Allemagne, l'ensemble de nos voisins subit un poids similaire de l'immobilier qui presse le budget des ménages.

Ce constat peut néanmoins être nuancé si l'on prend en compte l'indicateur de surévaluation des prix de l'immobilier qui met en rapport les prix immobiliers et les loyers en déterminant de manière implicite un prix d'équilibre.

Tableau 1 : Sous-évaluation (-) et surévaluation (+) des prix de l'immobilier en pourcentage (par rapport aux loyers)

	1990	2000	2006	2015
Espagne	8	-10	70	8
Royaume-Uni	-7	-10	39	46
France	-6	-17	39	22
Italie	19	-15	19	-11
Allemagne	17	-12	-21	1

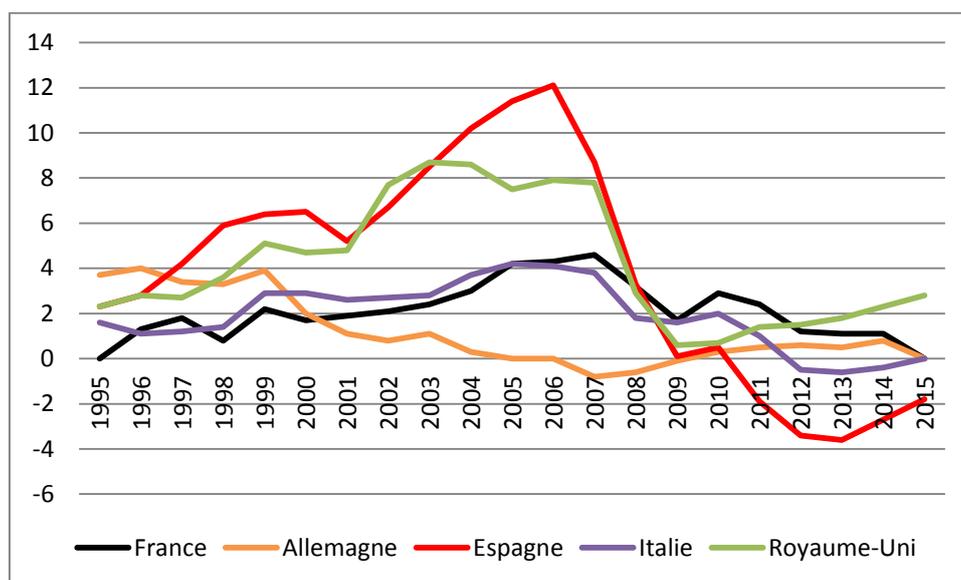
Source : OCDE, calcul des auteurs.

Nous retenons ici l'indice publié par l'OCDE qui compare l'évolution des prix de l'immobilier avec celle des loyers en supposant une relation moyenne de long terme entre les deux indicateurs. En 1990, les prix de l'immobilier en Espagne, en Allemagne et en Italie étaient surévalués de 8, 17 et 19%. En 2000, la plupart des pays européens connaissaient une sous-évaluation de leurs prix immobiliers. Cependant, entre 2000 et 2006, les prix de l'immobilier sont devenus surévalués en Italie, en France, au Royaume-Uni et en Espagne alors qu'en Allemagne la sous-évaluation des prix s'accroissait. En Espagne, la surévaluation des prix a atteint 70% en 2006. L'explosion de la bulle immobilière a été spectaculaire et s'est traduite par une baisse de la surévaluation qui n'était plus en 2015 que de 8% en Espagne. Au Royaume-Uni, les prix de l'immobilier restaient élevés en 2015 avec une surévaluation de 46%. Comme au Royaume-Uni où la forte demande pour les biens immobiliers se concentre à Londres et dans ses alentours, la surévaluation des prix immobiliers français est davantage concentrée en Île-de-France. Depuis la crise cette surévaluation a diminué et est passée de 39% en 2006 à 22% en 2015. En Allemagne, les prix de l'immobilier n'apparaissent plus en 2015 sous-évalués contrairement à l'Italie.

Alors bien sûr, la dernière question que l'on est en droit de se poser dans cette partie concerne les raisons qui ont poussé à cette augmentation des prix de l'immobilier. Sans surprise, le facteur essentiel qui explique les emballements des prix se trouve au niveau des dynamiques de la dette des ménages⁹⁶. Dès lors, la distribution de crédits deviendrait un moyen de relancer la croissance, grâce à son impact sur l'activité du bâtiment et des secteurs qui en dépendent⁹⁷.

Profitant de taux d'intérêt réels bas, les ménages se sont massivement endettés, année après année. Eurostat permet de se rendre compte des forces à l'œuvre.

Figure 32 : Flux de dette à long terme des ménages des grands pays européens, en % du PIB, 1995-2015



Pour l'Espagne ou le Royaume-Uni⁹⁸, les crédits à long terme ont pu représenter plus de huit points de PIB plusieurs années consécutives. Encore une fois, l'Allemagne se distingue avec des ménages qui recourent très peu aux crédits à long terme. De son côté, la France se situe dans une position intermédiaire, avec cependant un rythme plus soutenu d'endettement dans les années 2000.

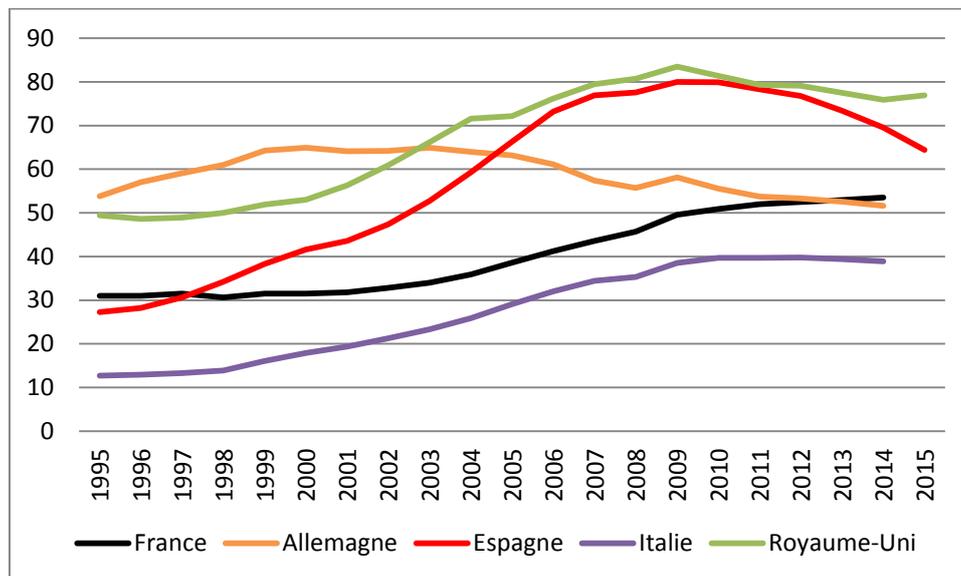
⁹⁶ On pourrait ainsi ajouter une prémisse au célèbre proverbe (« quand le bâtiment va, tout va ») : quand le crédit est là, l'immobilier grimpe.

⁹⁷ On pourrait même aller au-delà et faire référence aux travaux de Robert Frank *et al.* (2014) sur les cascades de dépenses (voir aussi Zezza, 2008) : la propriété immobilière (mais aussi financière) est initialement inégalement répartie, avec une concentration de cette propriété en haut de l'échelle des revenus ; le desserrement des conditions monétaires pousse davantage de ménages à se lancer dans l'accession à la propriété ; cette course à l'achat produit des plus-values potentielles pour les plus riches, lesquels réduisent leur propension à épargner en dépensant une plus grande part de leurs revenus du fait du supplément de valeur pris par leur patrimoine ; les nouveaux modes de consommation des plus riches se diffusent en cascade au reste de la population qui essaie d'imiter les comportements des ménages un peu plus riches qu'eux, chacun diminuant ainsi sa propension à épargner (au point de s'endetter pour certains), et stimulant au bout du compte la consommation et la croissance. La compétition de statuts dans la consommation et l'immobilier trouve ainsi dans le crédit le carburant qui lui permet de se réaliser.

⁹⁸ Pour le Royaume-Uni, Eurostat ne fournit pas de chiffres pour les crédits à long terme des seuls ménages, ces derniers étant regroupés avec les institutions sans but lucratif au service des ménages.

Ces constats se retrouvent au niveau des stocks de dettes accumulés.

Figure 33 : Stock de dettes à long terme des ménages des grands pays européens, en % du PIB, 1995-2015



Les positions précédemment décrites pour chacun des pays sont conservées : Espagne et Royaume-Uni connaissent une nette augmentation du ratio d'endettement à long terme de leurs ménages, France et Italie suivant une dynamique plus modérée, et l'Allemagne adoptant une trajectoire inverse de ses voisins, avec une baisse du ratio d'endettement⁹⁹.

Ces éléments d'analyse n'épuisent bien évidemment pas l'ensemble des explications qu'il faudrait fournir en appui de cette augmentation des prix de l'immobilier¹⁰⁰. Les financements à crédits ne fournissent que les *moyens* par lesquels la hausse des prix se réalise au bout du compte¹⁰¹. Les moteurs profonds de l'emballement à l'achat sont davantage spéculatifs : ni la décohabitation, ni le manque de construction, ni l'amélioration de la qualité des logements... ne suffisent à expliquer la hausse des prix. Cette dernière a bien été alimentée par des comportements spéculatifs d'acteurs désireux de se lancer dans l'achat de biens immobiliers avec d'autant moins de scrupules que la perspective d'une plus-value, perçue comme inévitable, anesthésiait leur aversion au risque.

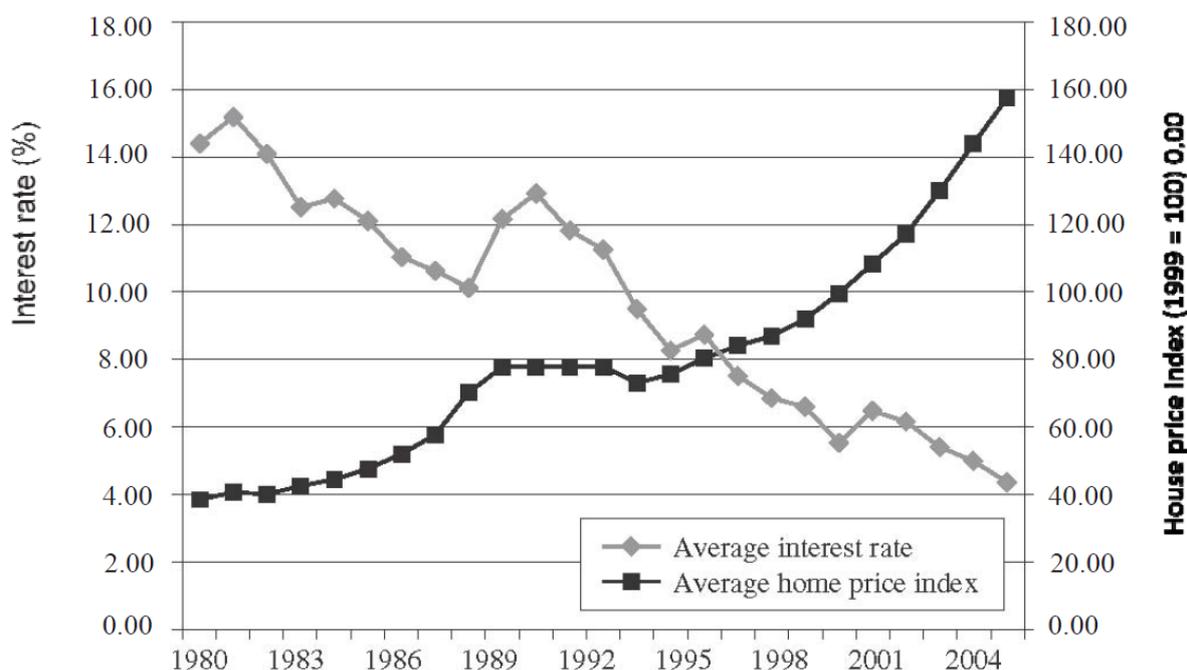
⁹⁹ Il est cependant à noter que cette baisse démarre à partir de niveaux plus élevés, ce qui tendrait à confirmer l'existence d'un emballement immobilier précoce en Allemagne, suite à la réunification.

¹⁰⁰ On pourrait également citer la montée du taux de propriétaires, qui a été une politique poursuivie par de nombreux pays (Jorda *et al.*, 2014). L'Allemagne reste à nouveau à des niveaux plus faibles que ses voisins : seulement 44% des ménages y sont propriétaires de leur résidence principale, contre 55% en France, 69% en Italie ou 83% en Espagne (Arrondel et Savignac, 2016). À nouveau, la spécificité allemande s'expliquerait par un faible niveau des loyers par rapport aux prix de l'immobilier : l'acquisition d'un bien immobilier nécessitant une somme équivalente à de nombreux mois de loyers, les ménages allemands préféreraient rester locataires.

¹⁰¹ Ajoutons, en outre, que la relation entre endettement et montée des prix de l'immobilier est à double sens : d'une part, le gonflement de la dette permet d'alimenter une dynamique haussière sur le marché immobilier ; d'autre part, la dynamique des prix de l'immobilier contraint également à une hausse de l'endettement pour permettre aux ménages d'entrer dans le marché immobilier.

L'investissement immobilier, comme l'investissement productif ou financier, répond au fond de la même logique de la recherche d'un rendement global... Et quand le taux d'intérêt est bas, la tentation est grande de profiter de ces bonnes conditions monétaires pour obtenir un rendement élevé sur le marché immobilier. Green et Wachter (2007) observent, en moyenne, une très belle corrélation inverse entre l'évolution du taux d'intérêt et l'évolution des prix de l'immobilier.

Figure 34 : Évolutions des taux d'intérêt et des prix de l'immobilier dans les pays industrialisés¹⁰², 1980-2005



Source : Green et Wachter (2007, p. 6).

Si de bas taux d'intérêt peuvent être recherchés dans le cadre d'un soutien à l'économie, il faut bien avoir conscience que ces conditions monétaires sont susceptibles de faire gonfler le prix des actifs, notamment immobiliers, avec le risque ensuite d'un effondrement. La conduite de la politique monétaire devient donc une tâche extrêmement périlleuse pour des banques centrales, coincées entre la lutte contre l'inflation, le besoin de stimulation de l'activité économique, la stabilité des changes, et désormais, la stabilité des marchés d'actifs.

Conclusion

Alors que nos analyses portent traditionnellement sur les effets de la rente financière, nous avons cherché dans ce chapitre à regarder du côté de la rente immobilière et foncière, afin de voir s'il était possible d'en déceler des freins à la dynamique économique. Après avoir montré que l'évolution des inégalités patrimoniales était intimement liée aux variations des prix du foncier et de l'immobilier en histoire longue, nous avons proposé ensuite une

¹⁰² Les pays couverts comprennent l'Espagne, l'Irlande, le Royaume-Uni, les Pays-Bas, la Belgique, les États-Unis, le Japon, la France, le Canada, l'Italie, l'Australie, la Suède et l'Allemagne.

recension des potentiels effets de la hausse des prix du logement sur l'économie. Au bout du compte, il semble que l'élévation des prix de l'immobilier renforce bien les contraintes qui pèsent sur l'activité économique : parce qu'elle peut organiser une substitution au détriment de l'investissement productif et au profit de l'accumulation d'actifs immobiliers¹⁰³ ; parce qu'elle peut inciter des actionnaires obnubilés par des ratios de rentabilité sur fonds propres à réclamer une hausse des dividendes suite à l'appréciation des fonds propres générée par l'envolée des prix immobiliers ; parce qu'elle peut pénaliser les entreprises en croissance qui vont se heurter à un coût du foncier et de l'immobilier susceptible de remettre en cause leurs projets de croissance, et nuire à leur compétitivité pour l'exportation ; parce qu'elle redistribue du pouvoir d'achat au bénéfice de populations ayant une propension à dépenser plus faible ; parce qu'elle est susceptible enfin de s'arrêter, en provoquant éventuellement une crise financière majeure. Le tableau des conséquences de l'élévation des prix de l'immobilier est donc particulièrement sombre. Cette conclusion est d'ailleurs partagée par les grandes institutions internationales. Ainsi, l'OCDE s'inquiète du fonctionnement du marché immobilier français qui serait un obstacle à notre compétitivité, car, dans une logique néoclassique, il pousserait à une mauvaise allocation de l'épargne et du travail dans l'économie (OCDE, 2014 ; Egert et Kierzenkowski, 2010)¹⁰⁴.

Pourtant, l'élévation des prix de l'immobilier peut aussi avoir des effets bénéfiques pour l'économie. Des prix de l'immobilier élevés, à la manière de ce que pourrait faire un Q de Tobin en théorie financière, sont susceptibles d'inciter les acteurs à construire davantage de biens immobiliers en profitant de l'écart entre les coûts de construction et les prix de vente de l'immobilier. On pourrait retrouver alors le bon vieux proverbe selon lequel « quand le bâtiment va, tout va ». Autre effet positif que nous avons déjà mentionné : le fait que les entreprises peuvent avoir accès à de meilleures conditions de financement en s'appuyant sur des collatéraux mieux valorisés (Hauseux *et al.*, 2015 ; Kaas *et al.*, 2015). Lorsque les marchés immobiliers sont dynamiques, ce sont aussi les dépenses semi-autonomes¹⁰⁵ des ménages qui peuvent soutenir la consommation, et donc l'activité, du fait de dépenses liées à une rotation accrue du parc de logement (équipement et embellissement du logement notamment)¹⁰⁶.

Une forme de symbiose entre finance et immobilier peut aussi entretenir des régimes de croissance aux fondations instables, comme on a pu le voir avec l'éclatement de la crise des

¹⁰³ Nous avons pu voir le même genre de mécanisme de substitution au chapitre 1, avec des entreprises qui préfèrent accumuler des actifs financiers pour bénéficier d'une rentabilité plus élevée que les profits offerts par l'investissement productif.

¹⁰⁴ Voir Timbeau (2015) pour une critique convaincante de cette approche.

¹⁰⁵ Les dépenses semi-autonomes désignent des dépenses qui ne dépendent pas directement du revenu.

¹⁰⁶ Fiebiger (2017) voit dans les dépenses de consommation semi-autonomes des ménages la principale cause des cycles économiques aux États-Unis depuis la Seconde guerre mondiale. On pourrait ici compléter la réflexion en suggérant que ces dépenses de consommation semi-autonomes, si elles dépendent de la bonne tenue du marché immobilier, sont en bout de chaîne fortement influencées par les cycles de la politique monétaire : des bas taux d'intérêt favorisent la hausse des prix immobiliers, ce qui peut augmenter la rotation du parc de logement, et donc provoquer ces fameuses dépenses de consommation semi-autonomes.

subprimes : l'appréciation des prix immobiliers, facilitée par des conditions monétaires accommodantes (bas taux d'intérêt) et des innovations financières (titrisation, taux variables...), a pu permettre aux ménages américains d'obtenir des prêts plus importants, car gagés sur la valeur de leurs biens immobiliers¹⁰⁷ ; la crise a surgi lorsque les conditions monétaires se sont raffermies, provoquant à la fois un retournement du marché immobilier et une insolvabilité de ménages endettés à taux variable, avant que les mécanismes de titrisation révèlent que le risque avait été diffusé à l'ensemble du système financier.

Malgré l'effondrement financier et la crise économique dans laquelle il a plongé l'économie mondiale, certains auteurs s'interrogent sur le bienfait des bulles immobilières, en suggérant qu'elles pourraient être favorables à l'activité économique si on les regarde sur l'ensemble du cycle : la croissance portée par l'immobilier dans la phase ascendante du cycle serait supérieure aux dégâts provoqués par le retournement immobilier (Grjebine, 2015). Malgré l'instabilité qui en découle, les banques centrales pourraient être tentées de laisser se gonfler les bulles immobilières, pour que ces dernières alimentent le supplément de croissance susceptible de tirer nos économies hors de la stagnation séculaire.

Étant donné qu'il existe d'autres moyens de sortir de la stagnation séculaire et de relancer l'activité économique, il peut être souhaitable de contrôler les marchés immobiliers pour desserrer les freins que la hausse des prix peut enclencher. Mais dès lors, la question qui se pose est de savoir comment organiser cette lutte contre la hausse des prix immobiliers. Afin de répondre à cette question, ce sont les facteurs à l'origine de la hausse des prix qu'il faut analyser. Or, certains de ces facteurs ne sont pas pertinents pour la politique économique. La démographie¹⁰⁸, la décohabitation ou la montée en qualité des logements ne sont pas des tendances contre lesquelles il faudrait s'élever. Le bon niveau d'intervention se situe à l'intersection des sphères publique, financière et immobilière. Il serait parfaitement possible d'envisager une refonte des politiques d'aide à la pierre, pour éviter qu'elles ne soutiennent les prix à la hausse (Trannoy et Wasmer, 2013). Les plus-values pourraient se voir taxer plus fortement pour éviter la spéculation immobilière.

En plus de cette réforme de la fiscalité, il conviendrait de réguler la finance en orientant davantage ses financements vers l'investissement productif, plutôt que vers l'accumulation immobilière : il s'agit bien d'éviter que le financement de l'immobilier des ménages ne représente aujourd'hui les deux tiers de l'activité des banques, alors qu'il n'en représentait qu'un tiers au début du XX^{ème} siècle (Jorda *et al.*, 2014). Comme pour la lutte contre la rente financière, la lutte contre la rente foncière suppose une plus grande intervention de l'État dans la régulation bancaire.

¹⁰⁷ Les ménages américains ont aussi augmenté leurs dépenses de consommation grâce à la mise en route des effets « richesse » : se sentant plus riches grâce à l'appréciation de l'immobilier, ils ont épargné une part plus faible de leurs revenus.

¹⁰⁸ Selon Monnet et Wolf (2017), la démographie est le facteur principal déterminant l'évolution des prix de l'immobilier.

Enfin, le retournement des prix immobiliers nécessite également d'investir l'offre de logements, en facilitant la construction dans les zones les plus tendues. L'État pourrait notamment augmenter la construction de résidences universitaires ou le nombre de places en maisons de retraite, et ce, afin d'absorber les deux flux générationnels issus de la décohabitation des ménages. L'augmentation de l'offre réelle pourrait aussi passer par une taxation plus importante de la vacance des logements, ce qui dissuaderait là encore les investissements spéculatifs. Notons également qu'une décentralisation plus poussée serait aussi susceptible de contribuer à un rééquilibrage des dynamiques immobilières entre Paris et la province, mais aussi entre les grandes métropoles et leurs périphéries.

Au début de ce chapitre, nous avons utilisé les données de Piketty (2013) pour montrer comment l'évolution des inégalités patrimoniales était liée à l'immobilier et au foncier. Nous pouvons désormais voir le lien dans l'autre sens : certes, la rente foncière alimente les inégalités, mais les inégalités alimentent également la rente foncière. Si les ménages américains se sont lancés dans un tel surendettement lors des *subprimes*, c'est parce que s'était installée une logique de compétition dans l'accès au logement où chacun essayait de démontrer sa place dans la hiérarchie sociale par sa propriété immobilière. Or, quand les inégalités se développent en haut de la pyramide des revenus, notamment grâce aux revenus des financiers (Philippon et Reshef, 2012), ce comportement de consommation ostentatoire déclenche des cascades de dépenses (Frank *et al.*, 2014) que les plus modestes ne peuvent suivre qu'en s'engageant dans une logique de l'endettement. Si l'on souhaite éviter que ces forces se mettent en marche, c'est bien le niveau des inégalités qu'il convient de contrôler.

Au bout du compte, en alliant ces différentes politiques, il serait possible de parvenir à une baisse des prix immobiliers. Or, Aizenman *et al.* (2016) ont montré que si les chutes du marché immobilier sont associées à des périodes de ralentissement marqué de l'activité économique quand elles sont accompagnées de crises bancaires, il n'en est pas de même quand il n'existe pas en parallèle une crise bancaire : ce sont donc les crises bancaires qui sont pénalisantes, et les épisodes de baisse de prix immobiliers seule génèrent historiquement une reprise de la croissance dans les pays étudiés. Il est peut-être venu le temps d'affronter le propriétaireisme (Askénazy, 2016) en allant à l'encontre des propriétaires fonciers et immobiliers, quitte même à retrouver la pensée d'Edgar Pisani (1977) pour qui la propriété foncière était désormais génératrice de plus de désordres que de bien-être pour la société. Renard (2015) rappelle que « dans le monde, environ trois milliards de nos contemporains sont propriétaires, sous des formes variées, d'un logement qui repose sur un terrain qui ne leur appartient pas », que ce soit en Chine, ou en Allemagne et aux Pays-Bas. Et si la France en venait aussi à adopter une propriété publique des sols, qui permettrait aux pouvoirs publics de mettre en œuvre d'ambitieuses politiques d'aménagement du territoire, limitant les inégalités entre grandes métropoles et périphérie, et ce pour refonder une communauté politique aujourd'hui éclatée.

Conclusion générale

En janvier 2013, nous avons rendu un premier rapport sur le coût du capital dans un contexte politique où la plupart des commentateurs s'accordaient, à nouveau serait-on tenté de dire, pour faire du coût du travail le coupable de tous les maux de l'économie française. La compétitivité devenue le maître mot de la politique gouvernementale de l'époque, il fallait tout faire pour réduire le coût du travail et stimuler la reprise de nos exportations. Malgré le manque flagrant de réussite de cette politique, le nouveau président de la République semble déterminer à pousser plus loin le bouchon, toujours en cherchant à abaisser le coût du travail, que ce soit par la flexibilisation du marché du travail ou les réformes de la fiscalité. Nulle trace de mise en accusation du coût du capital. Quand le candidat d'*En Marche* s'attaquait aux rentes, il ne s'agissait pas de la rente financière des actionnaires ou de la rente foncière des propriétaires immobiliers, mais bien des privilégiés des professions réglementées (taxis, notaires, pharmaciens... voire fonctionnaires) : à croire que certains ennemis sont plus commodes que d'autres... À rebours de cette vision, notre rapport de recherche a essayé de remettre sur la table un certain nombre de faits trop souvent laissés dans l'ombre. À commencer par celui-ci : l'économie française souffre depuis plusieurs décennies d'une élévation du coût du capital qui assèche les opportunités d'investissement productif jugés rentables. Ce constat, que nous avons déjà porté lors de notre premier rapport de recherche, est ici actualisé et étendu dans *trois directions* : 1/ nous complétons l'indicateur de coût du capital ; 2/ nous mesurons le manque à gagner de la financiarisation en cherchant à estimer les pertes de croissance imputables à l'élévation du coût du capital ; 3/ au-delà de la pure rente financière, nous questionnons les effets d'une rente foncière sur la dynamique économique, et plus particulièrement sur les entreprises.

Un coût du capital complété pour mieux mesurer la prédation financière

Tout d'abord, dans le premier chapitre, nous avons complété notre indicateur de coût du capital pour tenir compte d'éléments laissés en route lors de notre première étude. Rappelons que le coût du capital peut faire référence à plusieurs réalités : le coût économique du capital désigne la dépense annuelle nécessaire aux entreprises pour entretenir leur stock de capital productif ; le coût financier du capital fait référence aux revenus financiers versés¹⁰⁹ par les entreprises aux financiers ; ce que nous avons appelé le surcoût du capital correspondait à la part du coût financier du capital qui n'était pas justifiée par un service économique rendu par la finance aux entreprises.

Notre approfondissement de l'indicateur de coût du capital ajoute aux revenus financiers de nouvelles dépenses qui avaient été exclues dans le premier rapport. En particulier, en plus des intérêts et dividendes nets versés, nous prenons en compte désormais les rachats de leurs propres actions par les entreprises. Cette pratique, très répandue aux États-Unis,

¹⁰⁹ Plus précisément, il s'agit des intérêts et dividendes nets versés, c'est-à-dire la différence entre les intérêts et dividendes distribués par les sociétés non financières d'une part, et les intérêts et dividendes reçus par ces mêmes sociétés d'autre part.

consiste à utiliser une part des profits (ou de l'endettement) pour distribuer du cash aux actionnaires en leur rachetant une partie des actions que l'entreprise avait précédemment émises. Il s'agit bien d'une autre manière de distribuer de l'argent aux actionnaires, sans passer par le versement de dividendes. Ainsi, aux États-Unis, sur la période 1980-2014, les rachats d'actions (nets des émissions) représentaient 15% de l'excédent net d'exploitation (ENE), alors que les distributions de dividendes comptaient pour moins de 30% de cet ENE. En France, les rachats d'actions sont une pratique moins fréquente, la fiscalité favorisant davantage les dividendes que les plus-values. Ainsi, les rachats d'action bruts s'élevaient à 3,3% de la formation brute de capital fixe (FBCF) entre 1999 et 2014 (soit environ 5% de l'ENE), alors que les dividendes nets représentaient en moyenne 24% de la FBCF (soit environ 40% de l'ENE). Si le chiffre de 3,3% de la FBCF apparaît faible, les montants en euros permettent de ne pas négliger pour autant le poids de ces rachats d'actions pour les entreprises françaises : entre 1999 et 2014, plus de 110 milliards d'euros ont ainsi été consacrés à ces dépenses à la productivité plus que douteuse !

Autre supplément à l'indicateur de coût du capital, nous essayons de prendre en compte l'accumulation d'actifs financiers par les entreprises non financières. En effet, depuis de nombreuses années, les entreprises françaises détiennent de plus en plus d'actifs financiers, et notamment, de plus en plus d'actions. Cette détention d'actions peut être liée à des raisons stratégiques et/ou industrielles, mais elle peut aussi signaler une pure spéculation, les entreprises préférant détenir des actions à la rentabilité prometteuse plutôt que de chercher à accumuler des actifs productifs dont le rendement est incertain en ces temps de demande anémiée. Cette substitution d'un investissement financier à un investissement productif relève aussi de la logique de coût du capital que nous avons dénoncée dans le premier rapport sur la question : accumuler des actifs financiers ne permet pas d'augmenter les capacités de production et/ou d'améliorer l'outil productif en repoussant les frontières des possibles ; cela ne prépare tout simplement pas l'avenir, autrement que sous la forme d'une rente qu'on cherchera à tirer sur le dos d'autres entreprises...

Toujours pour compléter la vision qui nous était offerte par l'indicateur de coût du capital, nous avons essayé de fournir une nouvelle perspective sur la prédation financière, en mettant en rapport les revenus reçus par les financiers avec les financements accordés (Epstein et Crotty, 2013). Cette logique hydraulique de comparaison des flux entrants et sortants est rarement menée à bien. Elle a pourtant le mérite de mettre en scène une contribution au financement des sociétés très réduite pour les marchés financiers. Ainsi, on observe une gourmandise hiérarchisée entre les financements par emprunt et les financements par action : pour tout euro de financement à emprunt reçu (crédits et obligations nets des remboursements), les sociétés non financières ont dû verser 0,53 € en intérêts nets entre 1996 et 2014 ; mais, pour tout euro de financement par action reçu (émissions d'actions nets des rachats), les sociétés non financières ont dû verser 1,02 € en dividendes nets entre 1996 et 2014. Si on s'autorise à raisonner en flux de financements nets, c'est-à-dire à soustraire les acquisitions d'actifs financiers aux émissions nettes de ces

mêmes actifs financiers, il vient des chiffres encore plus frappants, qui reprennent cette gourmandise hiérarchisée : pour tout euro de financement à emprunt reçu (crédits et obligations nets des acquisitions d'obligations et de crédits), les sociétés non financières ont dû verser 0,72 € en intérêts nets entre 1996 et 2014 ; mais, pour tout euro de financement par action reçu (émissions d'actions nets des acquisitions d'actions), les sociétés non financières ont dû verser 12,62 € en dividendes nets entre 1996 et 2014. Qui finance qui quand vous apportez davantage de revenus à vos financeurs qu'ils ne vous apportent de financements ?

Afin de sortir d'une vision franco-française, nous proposons également des estimations de coût du capital pour différents pays. Sur périodes longues, on constate ainsi que la France, que ce soit en évolution ou en niveau, connaît un coût du capital proche des coûts britannique et américain. Au niveau européen, on remarque également quelques particularismes nationaux qui tiennent aussi à la façon dont on compte les dividendes. Dans notre stratégie de diversification, au-delà des pays, nous avons aussi cherché à diversifier nos sources : ainsi, nous fournissons des évaluations de coût du capital sur données d'entreprises. Cela nous permet de ne pas dépendre totalement des données de Comptabilité nationale qui sont parfois susceptibles d'évoluer pour des raisons incertaines (cf. le passage à la nouvelle base 2010 par l'Insee). Toutes ces données confirment que l'investissement ralentit en raison de l'élévation de la rente financière.

Mais d'autres motifs contribuent à expliquer le freinage de l'accumulation du capital. Nous analysons ainsi la dépendance des entreprises aux crédits d'impôts et exonérations de cotisations sociales successives. Les entreprises timorées ont sans cesse besoin d'être davantage encouragées dans leur délicate quête de l'investissement par des mesures incitatives de réduction de coûts. L'effet cajoleur de ces mesures ne dure cependant qu'un temps, poussant les pouvoirs publics à ajouter des exonérations sur d'autres exonérations, avec un système fiscal de plus en plus dérogatoire.

Dans la liste des obstacles qui ralentissent l'investissement, il faut aussi regarder ailleurs. Ainsi, on peut montrer que le surplus d'épargne pénalise l'investissement, en réduisant la demande de biens et services. Le manque d'eldorados rentables peut aussi freiner la libido de nos entrepreneurs : faute de découvrir de nouveaux gisements d'objets et/ou services à marchandiser, l'appétit des entreprises se tourne vers d'autres projets que l'investissement productif.

Une tentative de mesurer tout ce qui n'a pas pu naître du fait de la financiarisation

Notre deuxième direction dans ce rapport trouve son expression dans le deuxième chapitre. Il s'est agi pour nous de proposer une estimation des pertes de croissance imputables à la financiarisation de l'économie. En quelque sorte, nous proposons ici de retrouver nos habits d'enfants pour « faire comme si ». Faire comme si la financiarisation n'avait pas eu lieu. Faire

comme si les entreprises n'avaient pas été contraintes de verser toujours plus de dividendes. Faire comme si les entreprises avaient donc pu compter sur des profits disponibles pour autre chose. C'est cette philosophie particulière, à mi-chemin entre rétrodiction et modélisation macroéconomique, que nous avons choisi d'assumer dans ce chapitre de science-fiction. Plus précisément, nous avons adopté deux stratégies différentes, mais complémentaires, pour donner à voir les pertes de croissance et d'emploi imputables à la financiarisation.

La première stratégie nous plonge dans un univers définanciarisé où non seulement les actionnaires ne reçoivent plus de dividendes, mais en plus, ils n'ont plus vraiment leur mot à dire sur la gouvernance des entreprises, puisque tout euro de dividendes en moins est, selon les simulations que l'on a pu conduire, soit un euro de dette en moins, soit un euro d'investissement productif en plus. Sur longue période, on peut essayer de se demander ce qu'il serait advenu si les entreprises n'avaient pas dû verser de dividendes à partir de 1950. Certes, elles n'auraient pas reçu les financements par actions, mais ces derniers étant de loin inférieurs aux premiers, les entreprises auraient bénéficié de cette fermeture de la Bourse : si les sociétés non financières n'avaient pas distribué de dividendes depuis 1950 et que les dividendes économisés avaient été dédiés au désendettement, elles se seraient désendettées intégralement à la fin des années 1980 et auraient pu accumuler depuis l'équivalent de 60% de la valeur ajoutée en actifs financiers, ce qui représente plus de 600 milliards d'euros ! Mais, on peut aussi essayer de réaliser un petit exercice d'imagination sur une échelle temporelle restreinte, qui fait référence à des événements récents : que se serait-il passé si en 2010, devant le spectacle d'une finance qui nous avait précipités dans le mur, un pouvoir politique volontariste avait décidé de la remettre au pas ? Voilà en quelque sorte la question que nous nous posons : nous tentons de refaire l'histoire avec des scénarios rétrodictifs. Au moyen de simulations, il est alors possible de montrer que, si les dividendes nets retournaient à leur niveau moyen de la période des Trente glorieuses (14,5% de la FBCF sur la période 1949-1980), alors il serait possible de créer 1,6 million d'emplois en cinq ans ; avec une suppression totale des dividendes, c'est 5 millions d'emplois en plus en cinq ans. Ces chiffres peuvent donner leur vertige, mais ils sont le produit d'hypothèses particulières : il existe un vivier de chômeurs disponibles prêts à répondre au supplément de demande, avec la même productivité que les travailleurs en place ; il existe un stock illimité de projets d'investissement disponibles ; les entreprises investissent dès qu'elles en ont les moyens (en termes de profit conservé), et cela ne remet pas en cause le maintien d'un taux d'utilisation standard de leurs capacités de production¹¹⁰ ; ... Mais surtout, ce premier travail de simulation passe sous silence deux éléments importants : il n'intègre qu'imparfaitement la dimension internationale de l'économie, avec les effets de report que ne manqueraient pas de provoquer un arrêt de la financiarisation unilatéral ; il suppose une modification très importante de la gouvernance d'entreprise avec des profits qui sont automatiquement réinvestis.

¹¹⁰ Cela implique que l'investissement croît au même rythme que la demande.

Notre deuxième stratégie de science-fiction propose donc un modèle macroéconomique qui prend en compte ces limites. Grâce à une modélisation stock-flux cohérente, nous simulons plusieurs scénarios qui permettent de prendre en compte une éventuelle asymétrie dans les décisions de définanciarisation entre deux pays. Selon les calibrages retenus pour représenter notre économie virtuelle, la définanciarisation s'avère plus efficace à baisser le chômage quand elle est entreprise dans les deux pays en même temps¹¹¹. Les effets de la disparition des dividendes apparaissent cependant moins impressionnants que dans notre première stratégie de simulation : la baisse du chômage obtenue n'est en effet que de 2 points quand les deux pays dé-financiarisent (et de seulement 1,5 point quand seul un pays le fait), alors que la suppression des dividendes avait permis de créer 5 millions d'emplois avec nos simulations rétrodictives. L'écart considérable entre ces deux estimations tient au fait que nous ne parlons pas vraiment du même système économique dans les deux cas. Les 5 millions d'emplois créés sont le fruit d'un énorme effort d'investissement consécutif à la disparition des dividendes, et ce boom de l'investissement entraîne à sa suite la croissance et l'emploi. En effet, l'hypothèse sous-jacente est qu'un euro de dividende en moins fait automatiquement un euro d'investissement en plus. Les actionnaires n'ont plus vraiment leur mot à dire et les entreprises sont gouvernées dans une forme de fétiche de l'investissement. Dans le cadre de notre modélisation macroéconomique SFC, la disparition des dividendes n'entraîne pas la disparition du capitalisme financier : un euro de dividende en moins ne fait pas nécessairement un euro d'investissement en plus. Les marges de manœuvre dégagées par la fin des dividendes sont affectées par les entreprises selon une rationalité qui reste financière : si l'investissement productif est très incertain dans une période de manque de demande, les entreprises préféreront utiliser leurs profits pour se lancer dans une accumulation d'actifs financiers d'autant plus rentables que les entreprises se lancent allègrement dans cette spéculation financière, en poussant les cours à la hausse. Ces premiers scénarios nous montrent bien que l'enjeu n'est pas la suppression des dividendes, mais surtout l'affectation des profits : si on supprime les dividendes pour canaliser les profits économisés vers les marchés financiers en incitant les entreprises à accumuler des actifs financiers, alors l'investissement productif ne repart pas à la hausse, pas plus que le PIB et l'emploi ; la croissance n'est en effet pas stimulée quand les entreprises accumulent des actifs financiers. D'autres scénarios sont proposés pour donner à voir les effets en termes d'emploi d'une disparition des dividendes alliée cette fois à une politique de relance budgétaire, tout en diminuant l'accumulation financière par les entreprises. On observe alors que le chômage se réduit très fortement (- 5 points si la politique est unilatérale ; - 7,5 points si la politique est menée dans les deux pays en même temps). L'ensemble de ces estimations sont bien sûr à prendre avec précaution, mais elles soulignent l'importance de penser une politique en lien avec son environnement institutionnel (ouverture sur l'extérieur, asymétrie des politiques économiques entre pays, règles de gouvernance dans les entreprises...). Les effets sur le chômage ne sont en outre pas les seuls à importer : la finance pose également problème par l'instabilité qu'elle génère,

¹¹¹ Notons quand même qu'une dé-financiarisation unilatérale reste malgré tout efficace.

et il faut pouvoir aussi réfléchir aux dispositifs à mettre en place pour abriter l'économie réelle des fluctuations financières.

La rente foncière, frein à l'investissement

Notre troisième direction de recherche questionne le rôle du marché immobilier, en tentant d'identifier les canaux par lesquels la montée des prix de l'immobilier peut pénaliser, ou au contraire favoriser, la santé des entreprises. Cette direction de recherche est une poursuite logique de nos investigations précédentes puisque, après avoir analysé les effets de la rente financière, nous passons désormais à la rente foncière. Comme pour la rente précédente, les perspectives de plus-values peuvent également détourner les entreprises de l'investissement productif au profit de l'accumulation d'actifs immobiliers. Cet effet de substitution représente bien un nouveau frein à l'investissement, ce qui le place logiquement au cœur de notre démarche de recherche dans ce rapport.

La première chose à faire quand on aborde les questions immobilières avec nos lunettes d'économistes post-keynésiens, c'est de reconnaître que nous ne sommes pas spécialistes de la question. Nous cherchons donc dans un premier temps à envisager les potentiels effets théoriques de la montée des prix de l'immobilier. Cela nous pousse alors à entrer dans une entreprise de clarification conceptuelle : toute hausse des prix de l'immobilier n'est pas une bulle immobilière. La bulle est un phénomène qui peut se caractériser par une augmentation des prix de l'immobilier qui deviendraient déconnectés des loyers : ce type d'évolution souligne que les acquéreurs achètent des biens immobiliers non pour en recevoir des loyers, mais plutôt en anticipant une plus-value... la généralisation de ce type de comportement provoquant un gonflement autoréalisant de la bulle du fait de la multiplication des acheteurs sur le marché. Mais les prix de l'immobilier (et les loyers) peuvent aussi augmenter en raison des fondamentaux de la société : une démographie plus vive, une décohabitation des ménages, une augmentation de la qualité des logements... Toutes ces raisons peuvent d'autant plus facilement justifier une augmentation des prix que l'offre de logement peut s'avérer inélastique du fait d'une faible activité de construction et/ou d'une rareté de l'espace convoité.

Si ces dynamiques semblent *a priori* davantage concerner les ménages que les entreprises, ces dernières peuvent quand même être affectées par l'augmentation conjointe des prix immobiliers et des loyers. Nous avons donc cherché à passer en revue les différents effets macroéconomiques possibles sur le plan théorique. En plus de l'effet, déjà évoqué, de substitution au sein des stratégies d'accumulation (les entreprises achètent de l'immobilier pour spéculer sur la poursuite de la hausse, plutôt que d'investir dans des équipements productifs), les entreprises peuvent aussi être soumises à un effet de ristourne actionnariale : selon Askénazy (2013), la hausse de l'immobilier, qui permet une réévaluation à la hausse des fonds propres des entreprises propriétaires, les oblige à verser davantage de dividendes à leurs actionnaires afin de préserver le rapport entre les dividendes et les fonds propres. La rente foncière nourrit une rente financière qui ne perd jamais une occasion de se

servir sur le dos des entreprises, les actionnaires prétextant de l'enrichissement virtuel de leurs entreprises du fait de la hausse immobilière pour réclamer un supplément de dividendes bien réels lui. Au-delà de cet effet paradoxal où un enrichissement immobilier pénalise des entreprises contraintes de verser plus de dividendes, la hausse des prix immobiliers et des loyers peut bien sûr constituer un réel handicap pour des entreprises en croissance : face à la nécessité de trouver des locaux pour s'étendre, les entreprises dynamiques vont se heurter à des coûts plus élevés, ce qui peut occasionner des effets de compétitivité par rapport à des entreprises situées sur des territoires où l'immobilier est moins tendu. Dans une perspective plus traditionnelle en macroéconomie keynésienne, la hausse de l'immobilier peut aboutir à une contraction de la demande de biens et services en organisant une redistribution des revenus des ménages modestes vers les ménages les plus riches dont la propension à consommer est plus faible. Pour schématiser, on peut facilement conjecturer qu'un jeune ménage ouvrier dépenserait en consommation une part importante des 500 € qu'il verse en loyer à son riche propriétaire âgé, alors que ce dernier ne dépensera qu'une faible part de ces 500 €. Le dernier frein potentiel de la hausse des prix immobiliers sur les entreprises réside dans la perspective d'une crise financière majeure. Le destin d'une bulle est d'éclater, et lorsque cela arrive, les ajustements qui s'opèrent peuvent ralentir profondément et durablement l'activité économique : des ménages surendettés vont couper dans leurs dépenses pour essayer de rétablir leur position financière ; des banques échaudées par les pertes occasionnées par la crise financière vont restreindre leurs activités de prêt ; le ralentissement du marché immobilier limitera les dépenses de consommation autonome des ménages¹¹² ; ...

La recension de ces effets macroéconomiques est utile en théorie, mais au niveau microéconomique, les entreprises peuvent se retrouver dans des situations très différentes selon leur contexte. Nous avons donc aussi cherché à analyser les stratégies possibles pour des entreprises soumises à une augmentation de l'immobilier au sein du cadre de la théorie post-keynésienne de la firme de Adrian Wood (1975). Cette intégration nous permet de parvenir à un résultat attendu : si la rente foncière semble être favorable aux entreprises propriétaires, elles pénalisent en revanche les entreprises locataires.

Afin de saisir les dynamiques économiques qui s'appliqueraient au cas français, nous avons essayé de fournir des données sur les évolutions des prix de l'immobilier. La difficulté est qu'il existe peu de données sur l'immobilier d'entreprise, et nos constats sont donc restés très généraux. Quelques comparaisons internationales nous montrent cependant que les prix immobiliers ont fortement augmenté entre la fin des années 1990 et la veille de la crise de 2008. La France n'est pas seule dans ce cas, puisque cette déconnexion grandissante entre prix et loyers¹¹³ a aussi été constatée en Espagne, en Italie, au Royaume-Uni... mais pas

¹¹² Lors des déménagements, les ménages engagent des dépenses d'équipement qui soutiennent l'activité économique.

¹¹³ On observe la même déconnexion entre prix immobilier et revenus des ménages.

en Allemagne¹¹⁴. Cette modération immobilière allemande a pu permettre de réaliser des gains de compétitivité par rapport à des entreprises européennes confrontées dans le même temps à un foncier en hausse. Mais le particularisme allemand s'est aussi retrouvé au niveau de la dynamique de la dette des ménages : leur moindre endettement a permis d'éviter les douloureux ajustements qui se sont produits ailleurs en Europe depuis le déclenchement de la crise en 2008, avec des ménages contraints de réduire leurs dépenses de consommation pour rembourser leurs dettes immobilières. Que ce soit avant ou pendant la crise, les entreprises allemandes ont donc pu compter sur des effets favorables des dynamiques immobilières différenciées. Sans que l'on puisse en mesurer précisément l'impact sur les performances macroéconomiques allemandes, cette dynamique peut contribuer à expliquer une part de la bonne tenue des exportations outre-Rhin.

Et maintenant, que faire ?

Face à ces problèmes majeurs, nous avons évoqué au fil du texte, et plus spécialement dans les conclusions des différents chapitres, des pistes de réformes qui permettraient à l'économie française de sortir la tête de l'eau.

Plutôt que de reprendre une liste de mesures qui tiendrait de l'inventaire, nous préférons insister ici sur la philosophie commune de ces politiques de réforme : que ce soient la rente financière ou foncière, les deux proviennent d'un fonctionnement libéralisé des marchés ; or, les marchés laissés à eux-mêmes ont prouvé qu'ils ne produisaient pas toujours la meilleure des issues pour la collectivité ; c'est donc aux pouvoirs publics de reprendre la main et d'assumer un rôle de régulateurs qu'ils délèguent trop souvent aux acteurs du marché eux-mêmes. Plutôt que d'attendre que les actionnaires fassent preuve d'eux-mêmes d'une modération subite dans leur comportement de distribution de dividendes, ou que les banques décident de s'imposer des règles réellement contraignantes en termes d'effet de levier ou d'affectation des crédits, l'État doit investir le champ réglementaire pour produire un nouvel environnement institutionnel porteur d'emplois pour la collectivité. Ces réformes pourraient être étudiées plus en profondeur dans de futures recherches, mais ce qui est certain, c'est que l'action publique devra être résolue pour contrer les critiques qui ne manqueront pas d'invoquer les entorses faites à la Loi du Marché ou même à la Propriété elle-même : un contingentement des prêts immobiliers par les banques (pour favoriser leurs activités de prêts aux entreprises) heurtera ceux qui dénonceront un retour des financements administrés ; les modifications dans la gouvernance d'entreprise risquent d'hérisser le poil des partisans de la thèse selon laquelle les actionnaires sont propriétaires de l'entreprise ; la taxation intégrale des plus-values, immobilières et/ou financières, fera bondir ceux qui crieront au retour d'un État spoliateur ; ... Voilà un aperçu des objections que devront rencontrer des pouvoirs publics désireux de faire advenir un nouvel

¹¹⁴ L'Allemagne est à contre-courant des mouvements européens avec des dynamiques immobilières suit à la réunification dans les années 1990 (au moment où les autres marchés européens étaient plutôt dans une phase descendante), une modération entre les années 1990 et 2008 (alors que les autres marchés européens gonflent), et un redémarrage marqué depuis 2008 (là où les autres marchés européens s'effondrent).

environnement institutionnel favorable à l'investissement. Alors, pour lutter contre le coût du capital, si on se mettait tous en marche ?

Annexe n° 1

Présentation détaillée du modèle macroéconomique Stock-Flux Cohérent utilisé dans le chapitre 2, section 2

Le modèle est présenté par type de marchés et décrit les principales équations de comportement¹¹⁵.

Le marché des biens et services

L'équilibre entre épargne et investissement est garanti par un ajustement par les quantités passant par la variation du revenu national. L'équilibre sur le marché des biens et services est donné par l'équation suivante :

$$Y^F = C^F + I^F + G^F + X^F - M^F$$

Avec Y = PIB nominal, C = Consommation, I = Investissement, G = Dépenses publiques, X = Exportations, M = Importations

La dynamique du modèle résulte des équations de comportement décrites ci-après. Nous décrivons dans un premier temps le comportement d'investissement des entreprises.

L'accumulation du capital

Le rythme d'accumulation du capital fixe constitue le cœur de la dynamique du modèle. Cette version du modèle retient l'équation d'investissement ci-dessous faisant apparaître le taux de profit, le stock d'endettement, la rentabilité des actions et le taux d'intérêt. En reprenant l'étude économétrique de Clévenot, Guy et Mazier (2010) portant sur les sociétés non financières résidant en France sur la période 1978-2008, nous fixons la valeur des coefficients k1, k2, k3, k4 et k5.

L'investissement dépend positivement de la rentabilité du capital ($rf = \frac{UP}{K_{-1}}$) et négativement de la structure d'endettement ($\frac{L}{K_{-1}}$), du coût réel du crédit (rlr) et de la rentabilité des actions¹¹⁶ des deux pays (re^F et re^Z).

¹¹⁵ L'écriture du modèle suit la logique suivante : la variable est suivie par un exposant caractérisant le bloc concerné (Z pour le reste de la zone euro et F pour la France). Par exemple, Y^F représente le PIB de la France et Y^Z celui du reste de la zone euro. Nous présentons ici les principales équations pour la France. Les équations pour le reste de la zone euro sont identiques. Seul le calibrage diffère car la taille du reste de la zone euro est cinq fois plus importante que celle de la France.

¹¹⁶ La rentabilité des actions est donnée par la formule suivante : $re^F = \frac{\Delta pe^F}{pe_{-1}^F} + \frac{DIV^F}{pe_{-1}^F \cdot E_{-1}^F}$ avec
Pe = prix des actions, DIV = Dividendes, E = quantité d'actions émises

$$\frac{I^F}{K_{-1}^F} = k_0 + k_1 \cdot \frac{UP^F}{K_{-1}^F} - k_2 \cdot \frac{L^F}{K_{-1}^F} - k_3 \cdot rlr^F - k_4 \cdot re^F - k_5 \cdot re^Z$$

Avec $\frac{I}{K_{-1}}$ = taux d'accumulation, I = investissement désiré, K= stock de capital fixe,

UP= profit non distribué, $\frac{UP}{K_{-1}}$ = taux de profit économique (après impôts et versement des intérêts et des dividendes), L = endettement, r_r = taux d'intérêt réel sur les crédits, re = rentabilité des actions.

Le taux de profit économique s'avère être le principal déterminant de l'accumulation du capital. Néanmoins, le taux de rendement des actions et le ratio d'endettement (principe du risque croissant) jouent un rôle important notamment à moyen terme. L'augmentation du ratio d'endettement pèsera sur la trésorerie des entreprises et *a fortiori* sur leurs dépenses d'investissement d'autant plus que les entreprises arbitrent en faveur de l'accumulation financière. Le taux d'intérêt réel est également un facteur non négligeable lorsque des tentions surviennent sur les marchés financiers.

La rentabilité des actions exerce plusieurs effets sur l'accumulation du capital. L'augmentation des exigences des actionnaires peut contribuer au ralentissement de l'accumulation du capital fixe par un effet d'arbitrage en faveur de l'accumulation financière (achat d'actions, stratégie de croissance externe, rachat d'actions). Cette logique repose sur un processus de sélection des investissements productifs les plus rentables afin de garantir une plus forte rentabilité à l'actionnaire. Dans le modèle, le versement de dividendes est financé par la marge des entreprises dont l'augmentation ne peut être illimitée en raison de la contrainte concurrentielle en particulier au niveau international. Ce comportement de marge en faveur de la distribution des profits défavorise une partie des investissements productifs qui ne peuvent être autofinancés. Concernant le financement externe, la nécessité de maintenir un fort rendement des actions incite les entreprises à restreindre leur émission d'actions et à davantage recourir au crédit. Là encore, le financement s'avère contraint étant donné que la hausse du ratio d'endettement obligera les entreprises à émettre davantage d'actions, ce qui tendra à diminuer le prix des actions. Afin d'augmenter le rendement des actions à travers la hausse de leur prix, les entreprises devront maîtriser leur ratio d'endettement et s'ajuster en diminuant leur investissement. La baisse du taux d'intérêt incitera les entreprises à s'endetter, mais dans le but de faire augmenter le prix des actions au détriment de l'accumulation productive.

De plus, dans le modèle, les entreprises ont un comportement d'accumulation financière. Une partie des profits est donc dirigée vers la demande d'actions et non pas vers l'investissement productif.

D'un autre côté, une augmentation du rendement des actions peut avoir des effets positifs sur l'accumulation en capital fixe. Une partie des dividendes étant distribuée aux ménages, la consommation pourra être stimulée grâce à l'augmentation du revenu des ménages. De

même, les dividendes reçus en particulier du reste du monde pourront permettre de limiter l'effet du versement des dividendes sur les profits conservés par les entreprises. La hausse du prix des actions a une influence sur la demande assez importante dans le modèle. À travers les effets richesse et gains en capital, la croissance peut être tirée par la consommation et le taux de profit des entreprises peut se redresser suite à une augmentation de la demande de biens et services. Comme nous le verrons dans la section suivante, une baisse du chômage peut s'accompagner d'une hausse du prix des actions et du taux d'accumulation.

La consommation

Les ménages ont un comportement de consommation traditionnel avec effet richesse qui correspond à un ratio richesse sur revenu disponible relativement stable.

Le revenu disponible des ménages se définit comme la somme de la rémunération des salariés, des revenus du capital (intérêts et dividendes) et des transferts sociaux nets soit :

$$YD^F = Wu^F \cdot N^F + id^F \cdot BD_{-1}^F + B_{F-1}^F + B_{F-1}^Z + DIVh_F^F + DIVh_F^Z + PS^F - CL^F - Th^F$$

Wu = taux de salaire unitaire, N = nombre de salariés, id = taux d'intérêt sur les dépôts, BD = dépôts bancaires, B_F^F = Obligations émises par le gouvernement du pays F et détenues par les ménages du pays F¹¹⁷, B_F^Z = Obligations émises par le gouvernement du pays Z et détenues par les ménages du pays F, $DIVh_F^F$ = Dividendes reçus par les ménages du pays F en provenance des entreprises du pays F, $DIVh_F^Z$ = Dividendes reçus par les ménages du pays F en provenance des entreprises du pays Z, PS = Prestations sociales, CL = Cotisations sociales, Th = impôts payés par les ménages.

Le revenu des ménages augmenté des gains/pertes en capital (YH) est donné par l'équation suivante :

$$YH^F = YD^F + \Delta pb^F \cdot B_{F-1}^F + \Delta pb^Z \cdot B_{F-1}^Z + \Delta pe^F \cdot Eh_{F-1}^F + \Delta pe^Z \cdot Eh_{F-1}^Z$$

Avec pb = Prix des obligations, pe = Prix des actions, Eh_F^F = Actions émises par les entreprises du pays F et détenues par les ménages du pays F, Eh_F^Z = Actions émises par les entreprises du pays Z et détenues par les ménages du pays F

Afin d'étudier l'effet du revenu des ménages sur la consommation, nous intégrons différentes propensions à consommer :

- La propension à consommer les salaires c1 ;

¹¹⁷ Nous supposons que les obligations sont à taux fixe, le prix de l'obligation (pb) étant l'inverse du taux d'intérêt (rb) soit : $pb^F = \frac{1}{rb^F}$. Les intérêts reçus par les ménages sont donc : $rb^F \cdot pb^F \cdot B_{F-1}^F + rb^Z \cdot pb^Z \cdot B_{F-1}^Z = B_{F-1}^F + B_{F-1}^Z$

- La propension à consommer les revenus du capital c2 ;
- La propension à consommer les gains en capital c3 ;
- La propension à consommer les prestations sociales c4 ;
- La propension à consommer la richesse des ménages c5.

$$C_r^F = C0 + c1.(Wu^F.N^F - CL^F - Th^F)/P^F \\ + c2.(id^F.BD_{-1}^F + B_{F-1}^F + B_{F-1}^Z + DIVh_F^F + DIVh_F^Z)/P^F \\ + c3.(\Delta pb^F.B_{F-1}^F + \Delta pb^Z.B_{F-1}^Z + \Delta pe^F.Eh_{F-1}^F + \Delta pe^Z.Eh_{F-1}^Z)/P^F \\ + c4.PS^F/P^F + c5.VH_{-1}^F/P^F$$

Avec VH = richesse des ménages, C_r = Consommation réelle, P = Prix à la consommation

Une partie du revenu disponible, augmenté des gains en capital, est donc consommée tandis que l'épargne correspond aux dépôts bancaires, à la détention de monnaie et à l'achat de titres (obligations émises par l'État et actions émises par les entreprises) domestiques et étrangers. La richesse financière des ménages se compose donc de quatre actifs financiers : dépôts, monnaie, actions et obligations. La consommation en termes réels est donnée par l'équation précédente qui prend en compte l'évolution des prix à la consommation.

Les dépenses publiques

Les finances publiques sont formalisées d'une manière simplifiée avec des dépenses publiques dont l'augmentation est exogène, des impôts payés par les ménages, les entreprises et les banques en fonction de leurs revenus. La politique budgétaire peut être endogénéisée, notamment dans le cas où les gouvernements respectent le pacte budgétaire signé en 2012.

$$G^F = G_{-1}^F * 1,018 + \alpha$$

Le commerce extérieur

Le commerce extérieur se limite à de simples équations d'importations en union monétaire avec effet revenu et effets prix sans possibilité de dévaluer la monnaie en termes nominaux. Cependant, en termes réels, la dévaluation du pays F peut jouer un rôle prépondérant dans le modèle.

$$\log(M_r^F) = \mu0 + \mu1.\log(Y_r^F) + \mu2.\log\left(\frac{P^F}{P^Z}\right)$$

$$X_r^F = M_r^Z$$

Avec M_r = importations réelles, Y_r = PIB réel, P^F = Prix du pays F, P^Z = Prix dans le pays Z, X_r = exportations réelles,

$$M^F = M_r^F \cdot P^Z$$

$$X^F = M_r^Z \cdot P^F$$

La sphère monétaire

La sphère monétaire est décomposée en quatre marchés : dépôts bancaires, monnaie centrale, prêts et refinancement.

Les dépôts bancaires

La demande de dépôts bancaires de la part des ménages est déterminée comme un résidu. C'est la partie du revenu disponible des ménages restant après leurs dépenses (consommation, achat d'actions et d'obligations et détention de monnaie fiduciaire). Le taux d'intérêt sur les dépôts est supposé exogène. L'offre s'adapte donc à la demande des ménages sans variation de taux.

La monnaie centrale

La monnaie offerte par la Banque centrale est demandée par les ménages pour effectuer une partie de leurs transactions et par les banques qui déposent des réserves obligatoires auprès de la Banque centrale.

La demande de monnaie des ménages suit une simple demande de transaction en supposant que 5% du revenu est détenu sous forme de monnaie centrale.

Les réserves obligatoires sont un pourcentage fixe des dépôts bancaires et ne rapportent pas d'intérêt.

Le marché du crédit

La demande globale de crédit des entreprises est déterminée par solde comptable : les entreprises sollicitent des prêts pour la partie de l'investissement (productif et financier) qu'elles n'ont pas pu financer par autofinancement et émissions d'actions. Les banques commerciales quant à elles offrent tous les crédits demandés.

$$\Delta L^F = I^F - UP^F - pe^F \cdot \Delta E^F + pe^F \cdot \Delta E_F^F + pe^Z \cdot \Delta E_F^Z$$

Avec L = Crédits demandés par les entreprises, I = Investissement, UP = Profits non distribués, pe = Prix des actions, E = Quantité d'actions émises, E_F^F = Actions émises par les entreprises du pays F et détenues par les entreprises du pays F, E_F^Z = Actions émises par les entreprises du pays Z et détenues par les entreprises du pays F.

Le marché du crédit est internationalisé. Le partage des crédits offerts aux entreprises domestiques et étrangères se fait d'une manière forfaitaire en fonction du degré d'ouverture de l'économie.

Le taux d'intérêt réel sur les crédits ($r_l r$) est endogène et dépend, avec un décalage temporel, du taux sur les titres publics du pays considéré (la détermination de ce taux sera décrite plus précisément ci-après). La variation du taux sur les crédits a un impact sur le taux d'accumulation des entreprises à travers le coefficient k_3 .

Le refinancement de la Banque centrale

La Banque centrale émet la monnaie et refinance les banques privées de façon illimitée au taux directeur. Les intérêts reçus en contrepartie sont égaux aux impôts payés par la Banque centrale aux gouvernements de chaque pays. Le rôle de prêteur en dernier ressort est crucial en union monétaire et peut potentiellement constituer un moyen de contrôler les taux d'intérêt sur les titres publics.

Les marchés financiers

Trois types d'actifs financiers sont présents : les obligations, les bons du Trésor et les actions. Ces trois actifs sont détenus par les agents résidents et non résidents, permettant ainsi un financement intra-zone de l'économie s'accompagnant de revenus du capital.

Les actions

Le choix de portefeuille des ménages suit l'approche développée par Godley (1999) et Tobin (1969) avec un arbitrage entre dépôts bancaires, obligations et actions dépendant des taux de rendement relatifs des différents actifs, r_b pour le taux d'intérêt des obligations de chaque pays, i_d pour le taux d'intérêt sur les dépôts bancaires qui est le même dans les deux pays, r_e pour le taux de rendement des actions dans chaque pays. Les demandes d'actions domestiques et étrangères sont représentées par les équations ci-dessous.

$$E_{FH}^F = v_0 - v_1.r b^F - v_2.r b^Z - v_3.id + v_4.re^F - v_5.re^Z$$

$$E_{FH}^Z = v_0 - v_1.r b^F - v_2.r b^Z - v_3.id - v_4.re^F + v_5.re^Z$$

$$E_{ZH}^Z = v_0 - v_1.r b^F - v_2.r b^Z - v_3.id - v_4.re^F + v_5.re^Z$$

$$E_{ZH}^F = v_0 - v_1.r b^F - v_2.r b^Z - v_3.id + v_4.re^F - v_5.re^Z$$

Avec E_{FH}^F = Demande d'actions du pays F émanant des ménages du pays F, E_{FH}^Z = Demande d'actions du pays Z émanant des ménages du pays F, E_{ZH}^Z = Demande d'actions du pays Z émanant des ménages du pays Z, E_{ZH}^F = Demande d'actions du pays F émanant des ménages du pays Z

Nous supposons qu'il existe un biais domestique et donc que les ménages ont une préférence pour la détention de titres nationaux.

Les firmes émettent, mais détiennent aussi des actions. L'accumulation financière dépend du taux de rendement des actions (re) avec un arbitrage entre demande d'actions domestiques

et étrangères et un effet positif de l'environnement économique capté à travers le taux de profit (rf).

$$E_F^F = f_0 + f_1.re^F - f_2.re^Z + f_3.\frac{UP^F}{K_{-1}^F}$$

$$E_F^Z = f_0 - f_1.re^F + f_2.re^Z + f_3.\frac{UP^F}{K_{-1}^F}$$

$$E_Z^Z = f_0 - f_1.re^F + f_2.re^Z + f_3.\frac{UP^Z}{K_{-1}^Z}$$

$$E_Z^F = f_0 + f_1.re^F - f_2.re^Z + f_3.\frac{UP^Z}{K_{-1}^Z}$$

Avec E_F^F = Demande d'actions du pays F émanant des entreprises du pays F, E_F^Z = Demande d'actions du pays Z émanant des entreprises du pays F, E_Z^Z = Demande d'actions du pays Z émanant des entreprises du pays Z, E_Z^F = Demande d'actions du pays F émanant des entreprises du pays Z

La demande totale (ménages et entreprises des deux pays) d'actions du pays F est donc :

$$E^F = E_{FH}^F + E_{ZH}^F + E_F^F + E_Z^F$$

Concernant l'offre, le stock d'actions (E^S) est fonction croissante du coût du crédit, de la structure d'endettement et des prix relatifs soit :

$$E^{SF} = g_0 + g_1.rlr^F + g_2.rlr^Z + g_3.\frac{L^F}{K_{-1}^F} + g_4.\frac{pe^F}{p^F}$$

D'après la spécification retenue, la variation des taux d'intérêt réels agit positivement sur l'offre d'actions, les entreprises arbitrants entre le coût du crédit et l'émission d'actions. De même, un ratio d'endettement élevé incite les firmes à davantage opter par un financement sur les marchés financiers. L'effet du prix des actions sur l'offre apparaît à travers le paramètre g_4 . Nous supposons qu'au niveau macroéconomique, la hausse du prix des actions a tendance à augmenter l'offre d'actions. Le développement des marchés financiers et la possibilité de dégager une rentabilité élevée incitent les entreprises à entrer sur le marché boursier. Davantage d'entreprises étant cotées en Bourse, la quantité d'actions émises aura tendance à s'accroître.

Par la confrontation de la demande et de l'offre d'actions, est déterminé le prix des actions :

$$E^F = E^{SF}$$

$$E_{FH}^F + E_{ZH}^F + E_F^F + E_Z^F = g_0 + g_1.rlr^F + g_2.rlr^Z + g_3.\frac{L^F}{K_{-1}^F} + g_4.\frac{pe^F}{p^F}$$

$$pe^F = \frac{\left((E_{FH}^F + E_{ZH}^F + E_F^F + E_Z^F) - \left(g0 + g1.rlr^F + g2.rlr^Z + g3.\frac{L^F}{K_{-1}^F} \right) \right) \cdot P^F}{g4}$$

La détermination du prix des actions du pays Z est identique à celle du pays F :

$$pe^Z = \frac{\left((E_{ZH}^Z + E_{FH}^Z + E_Z^Z + E_F^Z) - \left(g0 + g1.rlr^Z + g2.rlr^F + g3.\frac{L^Z}{K_{-1}^Z} \right) \right) \cdot P^Z}{g4}$$

Les bons du Trésor

De façon analogue aux crédits bancaires contractés par les entreprises, les bons du Trésor constituent une variable de bouclage du modèle. L'offre de bons du Trésor solde la différence entre le déficit public et l'émission d'obligations (qui sont souscrites par les ménages), soit :

$$\Delta BT^F = G^F + r^F \cdot BT_{-1}^F - Th^F - TE^F - TB^F - TEB^F - pb^F \cdot \Delta B^F$$

Avec BT = bons du Trésor émis, G = dépenses publiques, r = taux d'intérêt sur les bons du Trésor, $p_b \cdot B$ = obligations, Th = impôts payés par les ménages, TE = impôts payés par les entreprises, TB = impôts payés par les banques, TEB = impôt payé par la Banque centrale.

Concernant le financement des États, les banques achètent des bons du Trésor, mais pas de façon illimitée. Les taux d'intérêt sont donc endogénéisés par confrontation d'une offre de bons du Trésor déterminée par le solde budgétaire du gouvernement qui doit être financé et d'une demande de bons par les banques des deux pays fonction croissante du taux des bons. Cette demande (en % de la richesse des banques) correspond à un comportement de portefeuille des banques où interviennent les deux taux avec des signes opposés.

Les titres émis par le gouvernement du pays F et détenus nationalement par le secteur privé (BT_F^F) ainsi que les titres détenus par le secteur privé du reste de l'union (BT_Z^F) sont fonction de la différence de taux entre les deux pays.

$$\frac{BT_F^F}{Y^F} = a1_{ff} \cdot r^F - a2_{ff} \cdot r^Z$$

$$\frac{BT_Z^F}{Y^Z} = a1_{zf} \cdot r^F - a2_{zf} \cdot r^Z$$

En additionnant les demandes des deux pays, on obtient la demande globale pour les titres publics du pays F, soit :

$$BT^F = (a1_{ff} \cdot r^F - a2_{ff} \cdot r^Z) \cdot Y^F + (a1_{zf} \cdot r^F - a2_{zf} \cdot r^Z) \cdot Y^Z$$

Le taux d'intérêt sur les bons du Trésor du pays F (r^F) est déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande :

$$r^F = \frac{BT^F + a_{2_{ff}} \cdot r^Z \cdot Y^F + a_{2_{zf}} \cdot r^Z \cdot Y^Z}{a_{1_{ff}} \cdot Y^F + a_{1_{zf}} \cdot Y^Z}$$

Concernant le reste de l'Union (pays Z), nous supposons que le pays F ne détient pas de titres publics du pays Z, soit :

$$BT_F^Z = 0$$

$$BT^Z = BT_Z^Z$$

La demande de titres du pays Z dépend donc du niveau du taux d'intérêt (r^Z) et du niveau d'activité (Y^Z).

$$BT_Z^Z = \frac{(r^Z - a_{1_{zz}}) \cdot Y^Z}{b_{2_{zz}}}$$

La détermination du taux d'intérêt dans le modèle est donc la suivante :

$$r^Z = a_{1_{zz}} + \frac{b_{2_{zz}} \cdot BT^Z}{Y^Z}$$

La demande de bons du Trésor des banques dépend positivement du niveau des taux d'intérêt et du niveau du PIB. En cas de hausse du déficit public, les banques acceptent de financer cet accroissement, mais à des taux d'intérêt plus élevés. Cette hausse des taux sur les bons du Trésor se répercute, en partie, sur les taux de crédits offerts aux entreprises.

Les taux d'intérêt sur les crédits offerts par les banques privées suivent les taux sur les titres publics avec un décalage capté par le paramètre a :

$$rl^Z = rl_{-1}^Z \cdot (1 - a) + a \cdot r_{-1}^Z$$

$$rl^F = rl_{-1}^F \cdot (1 - a) + a \cdot r_{-1}^F$$

Les obligations

L'émission d'obligations comme celle de bons du Trésor permet de financer le déficit budgétaire¹¹⁸. Ce financement s'opère par l'achat d'obligations par les ménages des deux pays. Comme précédemment, la demande d'actifs est fonction des différents rendements.

$$B_F^F = v_0 + v_1 \cdot rb^F - v_2 \cdot rb^Z - v_3 \cdot id - v_4 \cdot re^Z - v_5 \cdot re^F$$

$$B_Z^F = v_0 + v_1 \cdot rb^F - v_2 \cdot rb^Z - v_3 \cdot id - v_4 \cdot re^Z - v_5 \cdot re^F$$

¹¹⁸ Le financement du déficit budgétaire s'effectue en grande partie (environ 85%) par émissions de bons du trésor souscrits par les banques. La partie financée par obligations achetées par les ménages est d'environ 15%.

$$B_Z^Z = v_0 + v_1.r b^Z - v_2.r b^F - v_3.id - v_4.re^Z - v_5.re^F$$

$$B_F^Z = v_0 - v_1.r b^F + v_2.r b^Z - v_3.id - v_4.re^Z - v_5.re^F$$

Avec pb^F, B_F^F = obligations du gouvernement F détenues par les ménages du pays F, pb^Z, B_F^Z = obligations du gouvernement Z détenues par les ménages du pays F, pb^Z, B_Z^Z = obligations du gouvernement Z détenues par les ménages du pays Z, pb^F, B_Z^F = obligations du gouvernement F détenues par les ménages du pays Z, r_b = taux d'intérêt des obligations, i_d = taux d'intérêt des dépôts bancaires, r_e = taux de rendement des actions

Nous supposons que les taux d'intérêt sur les obligations sont identiques aux taux sur les titres publics. Le prix des obligations varie de façon inverse au taux d'intérêt soit :

$$pb = \frac{1}{rb}$$

Lorsque les taux d'intérêt nominaux ont tendance à augmenter dans les deux pays, les ménages subissent des pertes en capital.

Prix, emploi et répartition du revenu national

Les prix sont fixés selon une règle de *mark-up* sur les coûts unitaires composés du coût unitaire du travail et de l'importation de biens intermédiaires¹¹⁹ soit :

$$P^F = (1 + \phi^F) \cdot \left(\frac{Wu^F \cdot N^F + 0.5 \cdot M^F}{Y_r^F} \right)$$

Avec P = Prix, ϕ = marge, Wu = Taux de salaire, N = Emploi, M = Importations, Y_r = PIB réel

Le taux d'utilisation des capacités de production (*TUC*) joue un rôle important dans le modèle en particulier lorsqu'il dépasse 100%. Lorsque le PIB excède le PIB potentiel, les capacités de production sont utilisées pleinement, ce qui crée des tensions inflationnistes.

L'équation de prix intègre donc ces tensions. Lorsque le taux d'utilisation est supérieur à 1, on obtient :

$$P^F = \left((1 + \phi^F) \cdot \left(\frac{Wu^F \cdot N^F + 0.5 \cdot M^F}{Y_r^F} \right) \right) \cdot TUC^F$$

Le PIB potentiel est défini de la façon suivante : $Y_{potentiel}^F = \gamma K^F$ avec $\gamma = 0.35$.

¹¹⁹ On suppose que l'importation de biens intermédiaires représente 50% des importations totales.

Le taux d'utilisation est :

$$TUC^F = \frac{\left(\frac{Y^F}{K^F}\right)}{\gamma}$$

L'équation du taux de salaire fait apparaître l'effet des prix, de la productivité¹²⁰ et du chômage. Le niveau élevé de chômage tend à réduire le niveau du taux de salaire dans les deux pays.

$$Wu^F = w0^F + w1.P^F + w2.P_{-1}^F + w3.\frac{Y_r^F}{N^F} - w4.U^F$$

La marge des entreprises est endogénéisée en prenant en compte la contrainte financière et internationale. Les entreprises au niveau macroéconomique auront tendance à dégager des marges supplémentaires pour financer les revenus du capital versés nets et les impôts, mais également pour financer une partie de leur investissement. Le pays F ayant un degré d'ouverture plus important, nous intégrons l'effet de la balance commerciale sur la marge des entreprises. Lorsque le déficit commercial est supérieur à 1% du PIB, les entreprises auront tendance à diminuer leur marge afin de préserver leur compétitivité-prix. Inversement, lorsque la balance commerciale est supérieure à -1% du PIB, la marge aura tendance à augmenter.

$$\begin{aligned} \emptyset^F = & x0^F + x1^F \cdot \left(\frac{rl^F \cdot L_{F-1}^F + rl^Z \cdot L_{F-1}^Z + DIV^F - DIV_F^F - DIV_F^Z + TF^F}{Y_{potentiel}^F} \right) \\ & + x2^F \cdot \left(\frac{I^F}{Y_{potentiel}^F} \right) - x3^F \cdot \left(-0.01 - \left(\frac{X^F - M^F}{Y^F} \right) \right) \end{aligned}$$

La population en âge de travailler est supposée augmenter à un rythme de 0,5% par an.

$$PAT^F = PAT_{-1}^F \cdot 1.005$$

PAT = Population en âge de travailler

L'emploi dépend positivement de l'activité avec un effet d'inertie capté par le niveau d'emploi de la période précédente, soit :

$$N^F = n0^F + n1^F \cdot Y_r^F + n2^F \cdot Y_{r-1}^F + n3 \cdot N_{-1}^F - trend$$

La population active se distingue de la population en âge de travailler comme l'illustre l'équation suivante :

$$PA^F = a \cdot N^F + (1 - a) \cdot PAT^F$$

PA = Population active

¹²⁰ La productivité est modélisée simplement par un trend temporel

Le taux de chômage est calculé en rapportant le nombre de chômeurs à la population active :

$$U^F = \frac{PA^F - N^F}{PA^F}$$

Annexe n° 2

Présentation détaillée du modèle macroéconomique kaleckien utilisé dans le chapitre 3, section 3

Cette annexe présente en détails les équations du modèle macroéconomique mobilisé dans le chapitre 3 pour essayer d'évaluer les conséquences théoriques attendues d'une hausse des loyers dans un cadre kaleckien traditionnel.

1. Détermination de la courbe r^{ED}

On commence par déterminer le taux de profit du côté de la demande, r^{ED} , en partant de l'égalité entre épargne et investissement (équation de Cambridge), en prenant en compte l'épargne des entreprises et des rentiers :

$$I = S$$

$$I = s^P \Pi + s^R CF$$

Avec s^P la propension à épargner les profits, et s^R la propension à épargner les loyers perçus. En réalisant les manipulations habituelles (Lavoie 1992, 2014), on obtient :

$$\frac{I}{K} = s^P \frac{\Pi}{K} + s^R \frac{CF}{K}$$

$$g = s^P r + s^R \frac{CF}{q^N} \frac{q^N}{q^{FC}} \frac{q^{FC}}{K}$$

Avec r le taux de profit.

En appelant $\psi = \frac{CF}{q^N}$ le poids des loyers dans la production jugée normale, on a :

$$g = s^P r + s^R \psi \frac{u^N}{v}$$

$$r = \frac{g}{s^P} - \frac{s^R}{s^P} \psi \frac{u^N}{v}$$

En remplaçant g par une fonction d'investissement kaleckienne canonique :

$$g = \gamma_0 + \gamma_u u \tag{1}$$

Et en réarrangeant les termes, on obtient :

$$r^{ED} = \frac{\gamma_0 + \gamma_u u}{s^P} - \frac{s^R}{s^P} \psi \frac{u^N}{v} \tag{2}$$

Ce qui nous donne, dans les cas où il n'y a pas d'épargne sur les loyers perçus ($s^R = 0$) :

$$r^{ED} = \frac{\gamma_0 + \gamma_2 u}{s^P} \quad (3)$$

Déplacement de r^{ED} suite à une hausse du poids des loyers Ψ :

$$\frac{\partial r^{ED}}{\partial \psi} = -\frac{s^R}{s^P} \frac{u^N}{v} \leq 0 \quad (4)$$

En l'absence d'épargne sur les loyers,

$$\frac{\partial r^{ED}}{\partial \psi} = 0 \quad (5)$$

Ainsi, la courbe r^{ED} se déplace vers le bas lorsque les loyers sont en partie épargnés (et d'autant plus vers le bas qu'ils sont épargnés), et ne se déplace pas s'ils sont intégralement consommés.

2. Détermination de r^{PC}

On établit ensuite le taux de profit, mais cette fois-ci du côté de l'offre :

$$\Pi = pq - wL - CF$$

Par les manipulations habituelles (Lavoie 1992, 2014), on obtient :

$$\frac{\Pi}{pK} = \frac{pq}{pK} - \frac{wL}{pK} - \frac{CF}{pK}$$

$$r = \frac{q}{K} - \frac{wL}{pK} - \frac{CF}{pK}$$

$$r = \frac{q}{q^{FC}} \frac{q^{FC}}{K} - \frac{wL}{p} \frac{q}{q^{FC}} \frac{q^{FC}}{K} - \frac{CF}{pq^N} \frac{q^N}{q^{FC}} \frac{q^{FC}}{K}$$

$$r^{PC} = \frac{u}{v} - \frac{w}{p} \frac{1}{\mu} \frac{u}{v} - \frac{1}{p} \psi \frac{u^N}{v} \quad (6)$$

Avec u le taux d'utilisation, v le coefficient de capital, μ la productivité du travail, u^N le taux d'utilisation jugé normal.

2.1. Sans incorporation des loyers dans le prix

L'équation de prix n'intègre que les coûts salariaux :

$$p = (1 + \theta) \frac{wL}{q}$$

Avec ϑ la marge unitaire de profit, ce qui donne :

$$p = (1 + \theta) \frac{w}{\mu} \quad (7)$$

En incorporant l'équation (7) dans l'équation (6), on obtient :

$$r^{PC} = \frac{u}{v} - \frac{w}{(1 + \theta) \frac{w}{\mu}} \frac{1}{\mu} \frac{u}{v} - \frac{1}{(1 + \theta) \frac{w}{\mu}} \psi \frac{u^N}{v}$$

$$r^{PC} = \frac{u}{v} - \frac{1}{(1 + \theta)} \frac{u}{v} - \frac{1}{(1 + \theta) \frac{w}{\mu}} \psi \frac{u^N}{v}$$

soit :

$$r^{PC} = \frac{u}{v} \left(1 - \frac{1}{(1 + \theta)}\right) - \frac{1}{(1 + \theta) \frac{w}{\mu}} \psi \frac{u^N}{v} \quad (8)$$

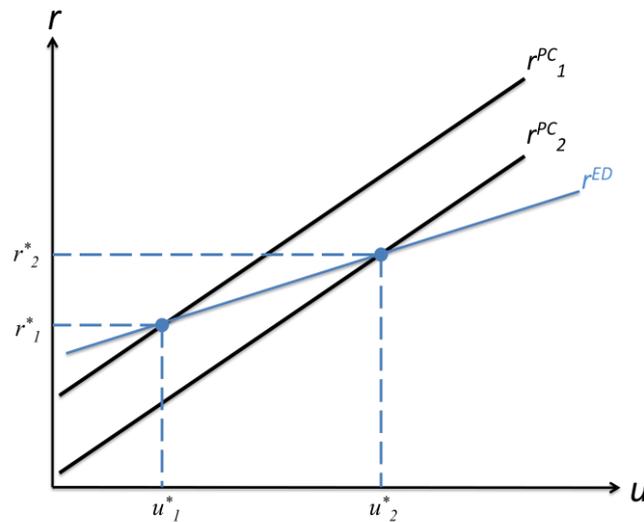
On calcule la dérivée de l'expression ainsi obtenue pour avoir l'impact d'une hausse du poids de la rente sur la droite r^{PC} :

$$\frac{\partial r^{PC}}{\partial \psi} = - \frac{1}{(1 + \theta) \frac{w}{\mu}} \frac{u^N}{v}$$

$$\frac{\partial r^{PC}}{\partial \psi} = - \frac{1}{(1 + \theta) \frac{w}{\mu}} \frac{u^N}{v} \leq 0$$

Une hausse du poids de la rente ψ diminue donc r^{PC} : la droite se déplace vers le bas :

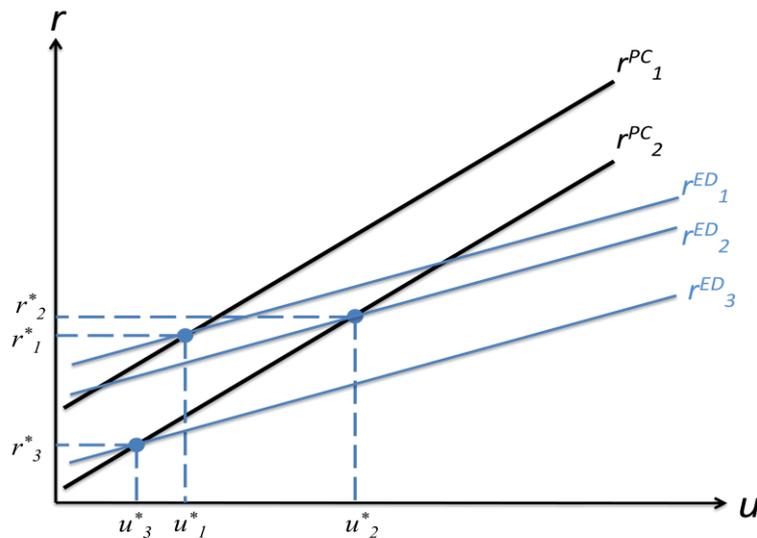
Graphique 1. Effet d'une hausse des loyers sans incorporation dans les prix et sans épargne



En l'absence d'épargne sur les loyers perçus, le taux d'utilisation ainsi que le taux de profit augmentent (graphique 1).

Dans le cas de figure où une partie des loyers perçus par les ménages rentiers est épargnée, la courbe r^{ED} se déplace vers le bas :

Graphique 2. Effet d'une hausse des loyers sans incorporation dans les prix et avec épargne



La hausse du poids des loyers ne fait pas apparaître ici de cas général : selon l'ampleur des déplacements de la droite r^{PC} et de la droite r^{ED} , on peut soit aboutir à une hausse du taux d'utilisation et du taux de profit, soit à une baisse de ces deux taux. Tout dépend alors des paramètres du modèle (notamment du taux d'épargne des rentiers).

2.2. Avec incorporation des loyers dans le prix

Dans ce cas l'équation de prix est :

$$p = (1 + \theta) \left(\frac{wL}{q} + \frac{CF}{q^N} \right)$$

soit :

$$p = (1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) \tag{9}$$

En incorporant cette équation dans l'équation (6) on obtient :

$$r^{PC} = \frac{u}{v} - \frac{w}{(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right)} \frac{1}{\mu v} - \frac{1}{(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right)} \psi \frac{u^N}{v}$$

La dérivée de r^{PC} par rapport à ψ donne :

$$\frac{\partial r^{PC}}{\partial \psi} = - \frac{-wu(1 + \theta)\mu v}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) \mu v \right]^2} - \frac{u^N(1 + \theta)v \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) - u^N(1 + \theta)v\psi}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) v \right]^2}$$

$$\frac{\partial r^{PC}}{\partial \psi} = - \frac{-wu(1 + \theta)\mu v}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) \mu v \right]^2} - \frac{u^N(1 + \theta)v \left(\frac{w}{\mu} \right)}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) v \right]^2}$$

$$\frac{\partial r^{PC}}{\partial \psi} = \frac{wu(1 + \theta)\mu v}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) \mu v \right]^2} - \frac{u^N(1 + \theta)v \left(\frac{w}{\mu} \right)}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) v \right]^2}$$

$$\frac{\partial r^{PC}}{\partial \psi} = \frac{wu(1 + \theta)\mu v}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) v \right]^2 \mu^2} - \frac{u^N(1 + \theta)v \left(\frac{w}{\mu} \right)}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) v \right]^2}$$

$$\frac{\partial r^{PC}}{\partial \psi} = \frac{wu(1 + \theta)v}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) v \right]^2 \mu} - \frac{u^N(1 + \theta)v \left(\frac{w}{\mu} \right)}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) v \right]^2}$$

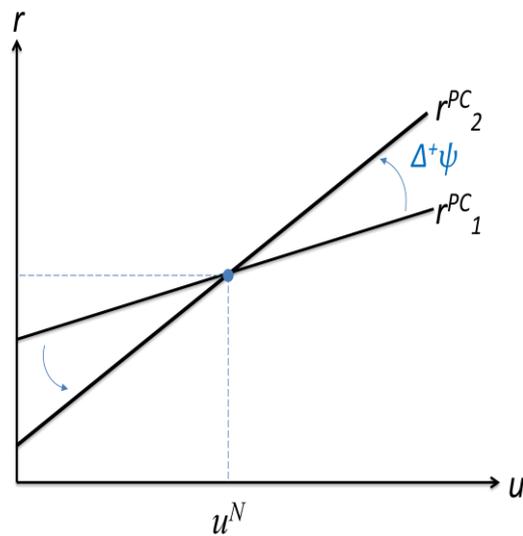
$$\frac{\partial r^{PC}}{\partial \psi} = \frac{\frac{w}{\mu} u(1 + \theta)v}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) v \right]^2} - \frac{u^N(1 + \theta)v \left(\frac{w}{\mu} \right)}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{w}{\mu} + \psi \right) v \right]^2}$$

$$\frac{\partial r^{PC}}{\partial \psi} = \frac{\left[\frac{W}{\mu} u (1 + \theta) v \right] (u - u^N)}{\left[(1 + \theta) \left(\frac{W}{\mu} + \psi \right) v \right]^2}$$

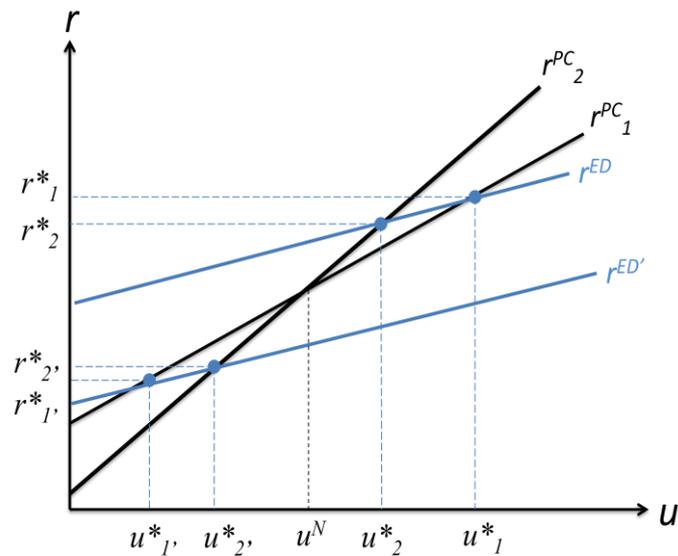
$$\frac{\partial r^{PC}}{\partial \psi} = \begin{cases} \geq 0, & u \geq u^N \\ \leq 0, & u \leq u^N \end{cases}$$

Dans ce cas de figure, la droite r^{PC} pivote autour du point dont l'abscisse est le taux d'utilisation jugé normal par les firmes. C'est un résultat similaire à celui de Lavoie (2014) quant aux coûts fixes managériaux.

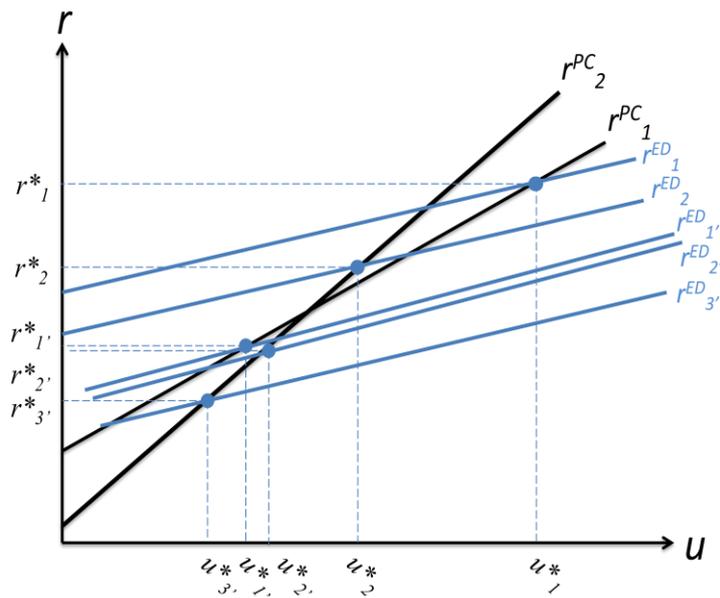
Graphique 3. Effet d'une hausse des loyers sur la droite r^{PC} avec incorporation dans les prix



Graphique 4. Effet d'une hausse des loyers avec incorporation dans les prix et sans épargne



Graphique 5. Effet d'une hausse des loyers sur la droite r^{PC} avec incorporation dans les prix et épargne



Dans ce dernier cas de figure, il n'est à nouveau pas possible de faire apparaître un cas général, et la caractérisation du nouvel équilibre dépend des paramètres du modèle. Si le taux d'utilisation initial est supérieur au taux normal, la hausse du poids de la rente réduit le taux d'utilisation et le taux de profit. Si le taux d'utilisation initial est inférieur au taux normal, la hausse du poids de la rente peut réduire ou augmenter le taux d'utilisation et le taux de profit (graphique 5).

Table des figures

Chapitre 1. Le coût du capital étendu : les facteurs qui brident l'investissement.....	9
Figure 1 : Coût du capital et ses composantes, en % de la FBCF, France, 1961-2011.....	10
Figure 2 : Revenus distribués nets des SNF, en % de la FNCF, France, 1978-2011.....	11
Figure 3 : Coût du capital des SNF en base 2005 et 2010, en % de la FBCF, France, 1961-2012	13
Figure 4 : Intérêts réels nets versés par les SNF en base 2005 et 2010, en % de la FBCF, France, 1961-2012.....	14
Figure 5 : Revenus distribués nets versés par les SNF en base 2005 et 2010, en % de la FBCF, France, 1961-2012.....	15
Figure 6 : Coût du capital des grandes sociétés cotées, en % de la FBCF, France, 2001-2012	15
Figure 7 : Dividendes nets (en milliards d'euros) mesurés par l'Insee pour chaque changement de base et d'estimation.	17
Figure 8 : Dividendes versés (en milliards d'euros) mesurés par l'Insee pour chaque changement de base et d'estimation.	17
Figure 9 : Dividendes reçus (en milliards d'euros) mesurés par l'Insee pour chaque changement de base et d'estimation.	17
Figure 10 : Coût du capital, en % de la FBCF, France, États-Unis et Royaume-Uni, 1961-2015	20
Figure 11 : Intérêts réels nets, en % de la FBCF, France, États-Unis et Royaume-Uni, 1961- 2015.....	21
Figure 12 : Revenus distribués nets, en % de la FBCF, France, États-Unis et Royaume-Uni, 1961-2015	21
Figure 13 : Coût du capital des grands pays européens, en % de la FBCF, 1995-2014.....	22
Figure 14 : Coût du capital des pays européens de taille intermédiaire, en % de la FBCF, 1995- 2014.....	23
Figure 15 : Coût du capital des grandes sociétés cotées des grands pays européens, en % de la FBCF, 2001-2012.....	24
Figure 16 : Coût du capital des grandes sociétés cotées des pays européens de taille intermédiaire, en % de la FBCF, 2001-2012	24
Figure 17 : Fonds propres des SNF des grands pays européens, en % de leur passif, 1995- 2015.....	25
Figure 18 : Fonds propres des SNF des pays européens de taille intermédiaire, en % de leur passif, 1995-2015	26

Figure 19 : Sources de financement des SNF, en % du total des financements, France, 1996-2014.....	27
Figure 20 : Sources de financement des SNF des pays européens, en % du total des financements, moyenne sur la période 1995-2014.....	27
Figure 21 : Epargne brute des SNF des pays européens, en % de la FBCF, moyenne sur la période 1995-2015.....	28
Figure 22 : Rendement des actions, calculé comme les revenus distribués nets en % de la valeur de marché des actions des SNF, France, 1995-2014.....	32
Figure 23 : Rendement « historique » des actions, calculé comme les revenus distribués nets en % de la valeur « historique » des actions des SNF, France, 1995-2014.....	33
Figure 24 : Rendement « consolidé » des actions, calculé comme les revenus distribués nets en % de la valeur « historique » des actions des SNF, diminuée de la valeur des actions détenues par les SNF, France, 1995-2014.....	34
Figure 25 : Coût du capital des SNF avec et sans les SIFIM, en % de la FBCF, France, 1995-2014.....	36
Figure 26 : Dividendes nets distribués par les SNF, en % de l'ENE, États-Unis, 1946-2014.....	37
Figure 27: Emissions nettes d'actions par les SNF, en % de l'ENE, États-Unis, 1946-2014.....	38
Figure 28 : Paiements totaux aux actionnaires par les SNF, en % de l'ENE, États-Unis, 1946-2014.....	39
Figure 29 : Coût du capital incluant les rachats d'actions, en % de la FBCF, France, 1995-2014.....	39
Figure 30 : Rachats d'actions des SNF des pays européens, en % de la FBCF, 1999-2014.....	40
Figure 31 : Actions détenues par les SNF des grands pays européens, en % de la VAB, 1995-2014.....	41
Figure 32 : Actions détenues par les SNF des pays européens de taille intermédiaire, en % de la VAB, 1995-2014.....	42
Figure 33 : Coût du capital incluant les acquisitions d'actions par les SNF, en % de la FBCF, France, 1995-2014.....	44
Figure 34 : FBCF, rachats d'actions et acquisitions des SNF, en % du revenu, États-Unis, 1950-2013.....	46
Tableau 1 : Principales dépenses fiscales en 2016.....	47
Figure 35 : Evolutions des exonérations de cotisations sociales.....	49
Tableau 2 : Evolutions des taux d'imposition sur les sociétés, 1986-2008.....	50

Chapitre 2. Mesurer les pertes de richesse.....	65
Figure 1 : Capacité de financement des SNF estimée en pourcentage de valeur ajoutée	69
Figure 2 : Simulations de l'évolution de l'endettement des SNF pour différentes valeurs d'endettement en 1945	70
Figure 3 : Comparaison du taux d'intérêt apparent, du taux d'intérêt de long terme des bonds du trésor français et de l'inflation	71
Figure 4 : Estimations de l'endettement des SNF avec dividendes, sans dividendes, et sans dividendes ni intérêts indus	72
Figure 5 : Surcoût du capital sans correction de l'inflation.....	74
Figure 6 : Surcoût du capital avec correction de l'inflation	75
Figure 7 : Surcoût structurel du capital	76
Figure 8 : FBCF avec et sans choc de définanciarisation intégrale (en milliards d'euros)	78
Figure 9 : PIB réel avec et sans choc de définanciarisation intégrale (en milliards d'euros)...	78
Figure 10 : Taux de croissance économique avec et sans choc de définanciarisation intégrale	79
Figure 11 : Nombre d'emplois créés avec choc de définanciarisation intégrale	80
Figure 12 : FBCF avec et sans choc de définanciarisation partielle (en milliards d'euros)	80
Figure 13 : PIB réel avec et sans choc de définanciarisation partielle (en milliards d'euros)..	81
Figure 14 : Taux de croissance économique avec et sans choc de définanciarisation partielle	81
Figure 15 : Nombre d'emplois créés avec choc de définanciarisation partielle	81
Tableau 1 Les différents types de marchés.....	85
Graphique 1.....	89
Graphique 2.....	90
Graphique 3.....	91
Schéma 1 : Effets positifs et négatifs d'une réduction des dividendes	92
Tableau 2 : Valeur des différents coefficients dans les 3 calibrages du modèle	95
Graphique 4.....	96
Graphique 5.....	97
Graphique 6.....	98
Graphique 7.....	99
Tableau 3 : Variation du taux de chômage dans le pays F (en points) dans les différents scénarios par rapport au scénario de référence à la période 12 et à la période 22.....	100

Chapitre 3. La prise en compte de la rente foncière.....	105
Figure 1 : Rapport entre le capital et le revenu, au Royaume-Uni et en France (1700-2010), d'après Piketty (2013)	110
Figure 2 : La frontière financière	124
Figure 3 : La frontière d'expansion.....	126
Figure 4 : La décision de l'entreprise.....	127
Figure 5 : La financiarisation et le renforcement de la contrainte financière	130
Figure 6 : La financiarisation et le renforcement ex post de la contrainte financière.....	131
Figure 7 : La rente foncière pour l'entreprise propriétaire.....	133
Figure 8 : La rente foncière pour l'entreprise locataire	136
Figure 9 : La rente foncière et son effet redistributif entre les ménages	137
Figure 10 : Le modèle kaleckien	139
Figure 11 : Effet d'une hausse des loyers sans incorporation dans les prix et sans épargne	140
Figure 12 : Effet d'une hausse des loyers sur la droite r^{PC} avec incorporation dans les prix.	141
Figure 13 : Effet d'une hausse des loyers avec incorporation dans les prix et sans épargne	142
Figure 14 : Effet d'une hausse des loyers sans incorporation dans les prix et avec épargne	143
Figure 15 : Effet d'une hausse des loyers sur la droite r^{PC} avec incorporation dans les prix et épargne.....	144
Figure 16 : Indice des prix nominaux de l'immobilier, France, 1970-2014 (base 100 = 2010)	147
Figure 17 : Indice des prix réels de l'immobilier, France, 1970-2014 (base 100 = 2010)	147
Figure 18 : Indice des prix immobiliers rapportés aux revenus, France, 1978-2014 (base 100 = 2010).....	148
Figure 19 : Indice des prix immobiliers rapportés aux loyers, France, 1970-2014 (base 100 = 2010).....	149
Figure 20 : Part des loyers dans le revenu disponible brut des ménages, France, 1959-2015	150
Figure 21 : Part des dépenses de logement dans le revenu disponible brut des ménages, France, 1959-2015.....	150
Figure 22 : Part des dépenses de logement dans les dépenses totales des ménages, par ZEAT en France, 2011	152
Figure 23 : Part des dépenses de transport dans les dépenses totales des ménages, par ZEAT en France, 2011	153

Figure 24 : Indice des prix nominaux de l'immobilier des grands pays européens, 1970-2014 (base 100 = 2010).....	154
Figure 25 : Indice des prix réels de l'immobilier des grands pays européens, 1970-2014 (base 100 = 2010).....	155
Figure 26 : Indice des prix immobiliers rapportés aux revenus des grands pays européens, 1978-2014 (base 100 = 2010).....	155
Figure 27 : Indice des prix immobiliers rapportés aux revenus des grands pays européens, 2000-2014 (base 100 = 2010).....	156
Figure 28 : Indice des prix immobiliers rapportés aux loyers des grands pays européens, 1970-2014 (base 100 = 2010).....	156
Figure 29 : Taux de croissance de la population totale des grands pays européens (source : Eurostat).....	157
Figure 30 : Taux de croissance de la population totale des pays européens de taille intermédiaire (source : Eurostat).....	158
Figure 31 : Part des dépenses de logement dans le revenu des ménages des grands pays européens, 1995-2015	158
Tableau 1 : Sous-évaluation (-) et surévaluation (+) des prix de l'immobilier en pourcentage (par rapport aux loyers)	159
Figure 32 : Flux de dette à long terme des ménages des grands pays européens, en % du PIB, 1995-2015	160
Figure 33 : Stock de dettes à long terme des ménages des grands pays européens, en % du PIB, 1995-2015	161
Figure 34 : Evolutions des taux d'intérêt et des prix de l'immobilier dans les pays industrialisés, 1980-2005	162
 Annexe n°2 : présentation détaillée du modèle macroéconomique kaleckien utilisé dans le chapitre 3, section 3	 189
Graphique 1. Effet d'une hausse des loyers sans incorporation dans les prix et sans épargne	192
Graphique 2. Effet d'une hausse des loyers sans incorporation dans les prix et avec épargne	192
Graphique 3. Effet d'une hausse des loyers sur la droite r^{PC} avec incorporation dans les prix	194
Graphique 4. Effet d'une hausse des loyers avec incorporation dans les prix et sans épargne	194

Graphique 5. Effet d'une hausse des loyers sur la droite r^{PC} avec incorporation dans les prix et épargne 195

Bibliographie

ACHARYA, V., PIERRET, D. et STEFFEN, S. (2016), « Fermer les vannes du versement de dividendes », *Project-Syndicate.org*, 22 septembre.

AIZENMAN, J., JINJARAK, Y. et ZHENG, H. (2016), « House valuations and economic growth: Some international evidence », *NBER Working Paper*, n° 22699.

ALLEGRE, G. et TIMBEAU, X. (2014), « La critique du capital au XXI^e siècle : à la recherche des fondements macroéconomiques des inégalités », *Document de travail de l'OFCE*.

ANDRÉ, C., GUICHARD, S., KENNEDY, M. et TURNER, D. (2007), « Corporate net lending : A review of recent trends », *OCDE economics department working paper*, n° 583.

ARRONDEL, L. et SAVIGNAC, F. (2016), « Immobilier et actifs financiers des ménages : quelles différences de comportement au sein de la zone euro ? », *Rue de la Banque*, n° 19, Banque de France.

ASKENAZY, P. et ERHEL, C. (2017), *Qualité de l'emploi et productivité*, Éditions Rue d'Ulm.

ASKENAZY, P. (2016), *Tous rentiers ! Pour une autre répartition des richesses*, Odile Jacob.

ASKENAZY, P. (2013), « Capital Prices and Eurozone Competitiveness Differentials », *Document de Travail du CEPREMAP*, n° 13.01.

ASKER, J., FARRE-MENSA, J. et LJUNGQVIST, A. (2015), « Corporate investment and stock market listing: A puzzle? », *Review of Financial Studies*, volume 28, n° 2, pp. 342–390.

ASPARA, J., PAJUNEN, K., TIKKANEN, H. et TAINIO, R. (2014), « Explaining corporate short-termism: selfreinforcing processes and biases among investors, the media and corporate managers », *Socio-Economic Review*, volume 12, n° 4, pp. 667-693.

ASSA, J. (2016), « The Financialization of GDP and its Implications for Macroeconomic Debates », *The New School for Social Research Working Paper*, n° 10/2016.

AUTOR, D., DORN, D., KATZ, L. F., PATTERSON, C. et VAN REENEN, J. (2017), « Concentrating on the fall of the labor share », *American Economic Review : Papers & Proceedings 2017*, volume 107, n° 5, pp. 180-185.

AUVRAY, T., DALLERY, T. et RIGOT, S. (2016), *L'entreprise liquidée. La finance contre l'investissement*, Michalon.

BARTON, D., MANYIKA, J., KOLLER, T., PALTER, R., GODSALL, J. et ZOFFER, J. (2017), « Measuring the Economic Impact of Short-Termism », *McKinsey Global Institute Discussion Paper*, février.

- BEHRINGER, J. et VAN TREECK, T. (2013), « Income distribution and current account: A sectoral perspective », *IMK Working Paper* n° 125-2013, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- BOURNAY, J., CHAGNY, O. et HUSSON, M. (2015), « Le difficile comptage des dividendes », *Analyses et Documents économiques*, n° 120, mars 2015.
- BOYER, R. (1979), « La crise actuelle : une mise en perspective historique », *Critiques de l'économie politique*, nouvelle série, n° 7-8, avril-septembre.
- BRENNAN, J. (2016a), « Rising Corporate Concentration, Declining Trade Union Power and the Growing Income Gap », *Levy Economics Institute of Bard College*, mars.
- BRENNAN, J. (2016b), « United States income inequality : The concept of countervailing power revisited », *Journal of Post-Keynesian Economics*, volume 39, n° 1, pp. 72-92.
- CHEN, P., KARABARBOUNIS, L. et NEIMAN, B. (2017), « The Global Rise of Corporate Saving », *Working Paper 736*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- CLÉVENOT M., GUY Y. et MAZIER J. (2010), « Investment and rate of profit in a financial context: The French case », *International Review of Applied Economics*, volume 24, n° 6, pp. 693-714.
- Conseil des Prélèvements Obligatoires (2010), *Entreprises et « niches » fiscales et sociales. Des dispositifs dérogatoires nombreux*, octobre.
- 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, pp. 79-108.
- CORDONNIER, L., DALLERY, T., DUWICQUET, V., MELMIES, J. et VAN DE VELDE, F. (2013), *Le coût du capital et son surcoût. Sens de la notion, mesure et évolution, conséquences économiques*, Recherche effectuée dans le cadre d'une convention conclue entre l'IRES et la CGT, et d'une convention conclue entre l'Université Lille 1 et la CGT.
- DALLERY, T. (2009), « Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization », *Review of Radical Political Economics*, volume 41, n° 4, pp. 492-515.
- DONEDDU, M. (2014a), « Endettement et frais financiers des entreprises reconstitués avec un financement sans surcoût », Document de travail.
- DONEDDU, M. (2014b), « Redéployer le surcoût du capital pour créer un choc de croissance », Document de travail.
- DUMOUCHEL, P. et DUPUY, J.-P. (1979), *L'enfer des choses. René Girard et la logique de l'économie*, Paris : Seuil.

DUWICQUET V. et MAZIER J. (2010), « Financial integration and macroeconomic adjustments in a Monetary Union », *Journal of Post Keynesian Economics*, volume 33, n° 2, pp. 333-370.

DUWICQUET V., MAZIER J. et SAADAOUI J. (2013), « Désajustements de change, fédéralisme budgétaire et redistribution : comment s'ajuster en union monétaire », *Revue de l'OFCE*, n° 127, pp. 57-96.

EGERT, B. et KIERZENKOWSKI, R. (2010), « Exports and property prices in France: are they connected ? », *Document de travail du département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 759.

EPSTEIN, G. et 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.

FANG, V.W., TIAN, X. et TICE, S. (2014), « Does stock liquidity enhance or impede firm innovation ? », *Journal of Finance*, volume 69, n° 5, pp. 2085-2125.

FIEBIGER, B. (2017), « Semi-autonomous household expenditures as the causa causans of postwar US business cycles: the stability and instability of Luxembourg-type external markets », *Cambridge Journal of Economics*, doi:10.1093/cje/bex019.

FIEBIGER, B. (2016), « Rethinking the Financialisation of Non-Financial Corporations: A Reappraisal of US Empirical Data », *Review of Political Economy*, volume 28, n° 3, pp. 354-379.

FIEBIGER, B. et LAVOIE, M. (2016), « Trend and Business Cycles with External Markets ? Non-Capacity Generating Semi-Autonomous Expenditures and Effective Demand », *Working Paper*.

FMI (2006), « Awash with cash: Why are corporate savings so high », *World Economic Outlook*.

FONTANA, O. et GODIN, A. (2013), « Securitization, Housing Market and Banking Sector Behavior in a Stock-Flow Consistent Model », *Kiel Institute for the World Economy, Economics Discussion Papers*, n° 2013-13.

France Stratégie (2016), *Comité de suivi du Crédit d'Impôt Compétitivité Emploi*, Rapport 2016.

FRANK, R.H. et COOK, P. J. (1995), *The Winner-take-all Society*, New-York, Free Press.

FRANK, R., LEVINE, A. et DIJK, O. (2014), « Expenditures Cascades », *Review of Behavioral Economics*, volume 1, n° 1-2, pp. 55-73.

GADREY, J. (2000), *Nouvelle économie, nouveau mythe ?*, Paris : Flammarion.

GADREY, J. et JANY-CATRICE, F. (2016), *Les nouveaux indicateurs de richesse*, 4^e éd., La Découverte.

GALBRAITH, J. K. (1968), *The New Industrial State*, Boston: Houghton Mifflin.

GARBINTI, B., GOUPILLE-LEBRET, J. et PIKETTY, T. (2016), « Accounting for wealth inequality dynamics: Methods, estimates and simulations for France (1800-2014) », *WIID Working Paper*, <http://piketty.pse.ens.fr/filles/GGP2016Wealth.pdf>.

GARBINTI, B. et LAMARCHE, P. (2014), « Les hauts revenus épargnent-ils davantage ? », *Économie et Statistique*, n° 472-473, pp. 49-64.

GIRARD, R. (1978), *Des choses cachées depuis la fondation du monde*, Paris, Grasset & Fasquelle.

GODLEY, W. et LAVOIE, M. (2007), *Monetary economics*, Palgrave MacMillan.

GORDON, R. J. (2012), « Is U.S. economic growth over ? Faltering innovation confronts the six headwinds », *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n° 18315, août.

GORDON, R. J. (2000), « Does The 'New Economy' Measure Up To The Great Inventions Of The Past ? », *Journal of Economic Perspectives*, v.14 (4, Fall), 49-74.

GOUZE, A. et CHEVALIER, M. (2017), « Les entreprises françaises investissent-elles mal ? », *Alternatives économiques*, 5 juin, <https://www.alternatives-economiques.fr/entreprises-francaises-investissent-mal/00079197>.

GREEN, R. et WACHTER, S. (2007), « The Housing Finance Revolution », *University of Pennsylvania Law School Research Paper*, n° 09-37.

GRJEBINE, T. (2015), « Faut-il encourager les booms immobiliers pour sortir de la "stagnation séculaire" ? », *L'économie politique*, n° 65, pp. 7-22.

GRUBER, J. W. et KAMIN, S. (2015), « The corporate saving glut in the aftermath of the global financial crisis », *Fed international finance discussion paper*, n° 1150.

GUTIERREZ, G. et PHILIPPON T. (2016), « Investment-Less Growth, An Empirical Investigation », *NBER Working Paper*, n° 22897, <http://www.nber.org/papers/w22897>.

HANSEN, A. (1939), « Economic progress and declining population growth », *American Economic Review*, 29, 1-15.

HAUSEUX, Y., MARC, B., AUDENAERT, D. et CHEVALIER, C.-M. (2015), « Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs », *Note de conjoncture de l'Insee*, juin, pp. 21-37.

HUSSON, M. (2014), « Le capital au XXI^{ème} siècle. Richesse des données, pauvreté de la théorie », *Contretemps*.

HUSSON, M. (1996), *Productivité, emploi et structures de l'appareil productif. Une comparaison internationale*, Rapport pour le Commissariat Général du Plan, La documentation française.

JORDA, O., SCHULARICK, M. et TAYLOR, A. (2014), « The Great Mortgaging : Housing Finance, Crises and Business Cycles », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, n° 2014-23.

KAAS, L., PINTUS, P. et RAY, S. (2015), « Prix du foncier, crédit aux entreprises et créations d'emploi », *Rue de la Banque*, n° 14, Banque de France.

KEYNES, J.M. (1937), « Some Economic Consequences of a declining population », *Eugenics Review*, April. Repris in Keynes, *Collected Writings*, Vol XIV, 124-33. Traduction française in Keynes, *Pauvreté dans l'abondance*, Paris, Gallimard, 2002.

KEYNES, J.M. (1936), *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie*, Trad. fr. : Jean de Largentaye, Paris, Payot, 1968.

KEYNES, J. M. (1933), « National Self-Sufficiency », *The New Statesman and Nation*, July. Traduction française in Keynes, *Pauvreté dans l'abondance*, Paris, Gallimard, 2002.

KOSE, M. A., OHNSORGE, F., YE, S.L. et ISLAMAJ, E. (2017), « Weakness in Investment Growth. Causes, Implications and Policy Responses », Banque Mondiale, *Policy Research Working Paper*, n° 7990.

KRUGMAN, P. (2016), « Robber Baron Recessions », *The New York Times*, 18 avril.

LAVOIE, M. (2003), « A fully coherent Post-Keynesian model of the euro zone », in P. Arestis, M. Baddeley and J. McCombie (eds), *Globalisation, regionalism and economic activity*, Edward Elgar.

LAZONICK, W. (2014), « Profit without Prosperity : Stock buybacks manipulate the market and leave most Americans worse off », *Harvard Business Review*, September 2014.

LAZONICK, W. et O'SULLIVAN, M. (2000), « Maximizing Shareholder Value : a New Ideology for Corporate Governance », *Economy and Society*, volume 29, n° 1, pp. 13-35.

LEE, F.S. (1998), *Post Keynesian Price Theory*, Cambridge University Press, Cambridge.

LOEYS, J., MACKIE, D., MEGGYESI, P. et PANIGIRTZOGLU, N. (2005), « Corporates are driving the global saving glut », *JP Morgan Research*, 24 juin.

MARINI, P. (2008), *Rapport d'information sur les prélèvements obligatoires et leur évolution*, Sénat, n° 75, annexe au procès-verbal de la séance du 4 novembre.

MAZIER, J. et SAGLIO, S. (2008), « Interdependency and Adjustments in the European Union », *International Review of Applied Economics*, volume 22, n° 1, pp. 17-44.

MELMIÈS, J. et DALLERY, T. (2014), « Price competition, inter-firms relationships, bank discrimination and wage inequalities: a post keynesian perspective », *Revue de la Régulation*, n° 16.

MONNET, E. et WOLF, C. (2017), « La démographie détermine-t-elle le cycle immobilier ? », *Rue de la Banque*, n° 41, Banque de France.

NAPPI-CHOULET, I. (2012), « Stratégies immobilières des fonds d'investissement opportunistes : la financiarisation du marché immobilier français », *Bulletin de la société géographique de Liège*, volume 58, n° 1, pp. 83-94.

OCDE (2014), *Redresser la compétitivité*, Série « Meilleures Politiques », France, disponible à l'adresse suivante : www.oecd.org/france/2014.07%20Better_Policies_Series_France.pdf

PHILIPPON, T. et RESHEF, A. (2012), « Wages and Human Capital in the U.S. Finance Industry : 1909-2006 », *The Quarterly Journal of Economics*, volume 127, n° 4, pp. 1551-1609.

PIKETTY, T. (2013), *Le capital au XXI^{ème} siècle*, Seuil.

PIKETTY, T. (2001), *Les Hauts revenus en France au 20^e siècle : inégalités et redistribution, 1901-1998*, Grasset.

PISANI, E. (1977), *Utopie foncière. L'espace pour l'homme*, Gallimard.

Projet de Loi de Finances, (2016), *Evaluation des Voies et Moyens*, Tome II, Les dépenses fiscales.

RENARD, V. (2015), « La question foncière : un mal français », *L'économie politique*, n° 65, pp. 41-46.

ROUBTSOVA, M. (2016), « How secular is the current economic stagnation ? », *Document de travail du CEPN*, n° 2016-09.

STEINDL, J. (1952), *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Oxford: Balckwell.

SUMMERS, L. H. (2016), « The Age of Secular Stagnation. What It Is and What to Do About It ? », <https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2016-02-15/age-secular-stagnation>

SUMMERS, L. H. (2014), « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », *Business Economics*, vol. 49, n° 2, 65-73.

THE ECONOMIST (2016), « Too much of a good thing », 26 mars, pp. 21-24.

TIMBEAU, X. (2015), « Compétitivité et immobilier : la fausse route de l'OCDE », *L'économie politique*, n° 65, pp. 34-40.

TORI, D. et ONARAN, O. (2017), « The Effects of Financialization and Financial Development on Investment: Evidence from Firm Level Data in Europe », *Greenwich Papers in Political Economy*, n° GPERC 44.

TRANNOY, A. et WASMER, E. (2013), « Comment modérer les prix de l'immobilier ? », *Les Notes du Conseil d'Analyse Economique*, n° 2, pp. 1-12.

VAN DE VELDE, F. (2005), *Monnaie, Chômage et Capitalisme*, Villeneuve d'Ascq : Presses Universitaires du Septentrion.

VEBLEN, T. (1899), *The Theory of the Leisure Class : an Economic Study of Institutions*, A.M. Kelley, bookseller, 1965.

WINDOLF, P. (2016), « Riding the Bubble: Financial Market Crises in Twenty-Two OECD Countries », *Journal of Economic Issues*, volume 50, n° 3, pp. 788-813.

WOLF, M. (2015), « Corporate surpluses are contributing to the savings glut », *Financial Times*, 17 novembre.

ZEMMOUR, M. (2015), « Exonérations, exemptions et dépenses fiscales : quels coûts pour la protection sociale ? », *Revue de l'IRES*, n° 87, pp. 3-34.

ZEZZA, G. (2008), « U.S. Growth, the Housing Market, and the Distribution of Income », *Journal of Post-Keynesian Economics*, volume 30, n° 3, pp. 375-401.