

Financiarisation de l'économie : Partage de la valeur ajoutée ou partage du risque ?

David THESMAR¹, Mathias THOENIG²

Depuis quelques années, les profits spectaculaires engendrés par les entreprises du CAC40, leur expansion rapide à l'étranger et leur propension à restructurer en France, ont ressuscité le débat public sur la financiarisation excessive de l'économie. Pour certains commentateurs et économistes, le développement, la sophistication et l'internationalisation de la sphère financière se fait au détriment de la partie « réelle » de notre économie, et en particulier les salariés. Il y a deux façons de formuler ce débat sur le nouveau conflit du capital et du travail.

1. Deux approches du conflit capital-travail

Première formulation, la plus répandue : la financiarisation de l'économie déforme le partage de la valeur ajoutée entre le capital et travail, en faveur du capital. Le nouveau capitalisme financier donne davantage aux investisseurs la possibilité de « sortir » du capital des entreprises dans lesquelles ils investissent. A chaque instant, les investisseurs peuvent arbitrer, à peu de frais, entre continuer d'investir dans la même entreprise ou redéployer leurs capitaux dans une firme, qui peut se trouver dans un autre pays. Dotés d'une meilleure « option de sortie », les investisseurs peuvent exiger une plus grosse part du gâteau : les salaires stagnent et les dividendes montent.

En passant, il faut remarquer qu'il s'agit ici d'un raisonnement qui, du point de vue purement théorique, peut être invalidé par les mécanismes d'équilibre et de concurrence. Premier mécanisme stabilisateur : l'investissement. S'il est si rentable d'investir, l'offre de capital va augmenter. De nouvelles entreprises vont se créer, et embaucher. L'accroissement de investissement va venir faire pression sur la demande de travail et accroître les salaires et le levier de négociation des travailleurs. La part des salaires dans la valeur ajoutée doit s'accroître. Deuxième mécanisme stabilisateur : l'adaptation du processus productif aux prix des facteurs (Blanchard (1997), Caballero et Hammour (1998)). Si le capital est cher (rentable), les entreprises vont modifier la structure de leur production pour en employer moins, et employer davantage de travailleurs. Cette pression à la baisse va venir réduire la part du capital dans la valeur ajoutée, et compenser la hausse précédente. L'hypothèse de mécanismes stabilisant le partage de la valeur de la valeur ajoutée ne résulte pas du pur acte de foi : quel que soit le pays choisi, et quelle que soit la période choisie, les salaires représentent, sur le long terme, environ 2/3 de la valeur ajoutée. C'est même là l'un des rares invariants en économie.

Deuxième aspect du nouveau conflit capital travail : la financiarisation de l'économie a conduit les entreprises à s'exposer davantage au risque. Alors que les investisseurs – en particulier dans les sociétés cotées en bourse - peuvent facilement se couvrir contre le risque spécifique à chaque firme, les travailleurs ne le peuvent pas, et souffrent d'une surexposition de leur capital humain aux aléas subis par leur employeur. Théoriquement, ils devraient même vendre à découvert les titres de leur propres entreprises, c'est-à-dire parier sur leur baisse, ce qui leur assurerait un revenu de substitution si l'entreprise allait mal. Cet argument se rattache à la littérature sur l'effet des institutions financières sur le développement économique (Jovanovic et Greenwood (1989), Saint Paul (1993) Acemoglu et Zilibotti (1997)) : lorsque les investisseurs d'une entreprise sont mieux diversifiés, ils peuvent compenser sur une entreprise les pertes réalisées sur l'autre. Les entreprises prenant des risques pourront alors vendre leurs titres plus facilement, car les investisseurs peuvent se diversifier. Des projets ambitieux mais risqués pourront être entrepris. Pour cette littérature, les institutions financières, en favorisant la diversification et la prise de risque, sont bonnes pour le développement. Un argument similaire est donné dans la littérature sur l'intégration financière et commerciale (Helpman et Razin (1978), Obstfeld (1994), Kalemli-Ozcam, Sorensen et Yosha (2001)). Une partie des gains du commerce international proviennent du fait que chaque vend ce qu'il sait faire le mieux, et donc se spécialise. Or la spécialisation est coûteuse pour un pays car elle expose ses ménages à des fluctuations plus fortes de l'activité. Ainsi, même si le pays est plus riche, le surcroît de risque peut être trop lourd à porter. Ainsi, pour que les pays puissent pleinement bénéficier des gains de

¹ Professeur associé de finance et d'économie, HEC Paris ; Professeur associé à l'Ecole Polytechnique

² Professeur d'économie, Université de Genève ; Professeur associé à l'Ecole Polytechnique.

l'échange, il faut que les ménages puissent s'assurer contre des chocs négatifs sur leur activité, par exemple en détenant des créances sur l'activité mondiale, et en vendant au reste du monde des créances sur leur propre activité. Ainsi, globalisation commerciale et globalisation financière vont main dans la main.

Il faut rappeler que l'effet de ce second mécanisme sur le bien être n'est pas nécessairement négatif, même pour les salariés. Sous l'impulsion de marchés financiers plus sophistiqués, les entreprises accroissent leur productivité et leur prise de risque. Plus productives, elles embauchent davantage. Si le degré de concurrence sur le marché des produits est suffisamment important, elles baissent leur prix. Les salaires réels augmentent, et l'emploi aussi. La contrepartie de l'enrichissement des salariés-consommateurs, c'est l'accroissement du risque sur le marché du travail. Et l'effet net sur le bien être est ambigu.

2. Tester les deux approches à partir de données françaises.

Thesmar et Thoenig (2004) se proposent de tester ces deux vues à partir de données françaises d'entreprises, en utilisant la déréglementation financière du milieu des années 1980 comme choc révélateur. Plus particulièrement, nous nous intéressons à la déréglementation du marché financier. La méthodologie empirique repose sur la comparaison, avant et après l'évènement, du comportement des entreprises cotées en bourse, et des entreprises qui ne le sont pas.

a. La déréglementation des marchés financiers des années 1980

La France du début des années 1980 se trouve en mauvaise santé économique : la croissance est lente, l'inflation forte et les dévaluations fréquentes. L'endettement des sociétés françaises atteint un point critique, après les différentes politiques destinées à revitaliser l'investissement à travers des prêts subventionnés. Simultanément, l'appareil productif français apparaît peu performant, mal armé pour lutter contre la concurrence internationale ; le besoin de restructurations, d'adoption de nouvelles technologies est criant.

Au Trésor, l'idée fait progressivement son chemin que l'allocation du capital ne peut plus se faire d'en haut (Naouri, 1985). Le rationnement du crédit, ses multiples exemptions, plus de 250 types de prêts bonifiés deviennent intenables et sont supprimées en 1985, donnant lieu à de très grandes transformations de l'industrie bancaire française (Bertrand, Schoar et Thesmar (2005)). Le besoin de financer la dette publique de manière non inflationniste, le souci de redonner confiance aux investisseurs étrangers après les dévaluations des années 1970 et les nationalisations de 1982, la conscience nouvelle que les marchés financiers sont des instruments utiles de financement de l'investissement encouragent également le Trésor à entreprendre des réformes importantes du marché financier.

Les premiers changements datent en réalité de la fin des années 1970 (Plan Monory) et de 1982 (Plan Delors). Ils visent à encourager l'épargne en titres (obligations, actions) via des exemptions fiscales. En 1983, la création du second marché vise à favoriser la réintroduction en Bourse d'entreprises de taille moyenne, après le dépeuplement de la cote officielle qui avait suivi les nationalisations de 1982.

La seconde grande vague de réformes date de 1984-1985 : les autorités simplifient l'accès au marché obligataire et permettent l'émission de papier commercial. Le premier marché à terme d'Europe continentale (le MATIF) est créé. Le monopole des agents de change est brisé ; en particulier, les banques ont pu entrer sur ce marché à partir de 1986. La séparation entre banque d'investissement et banque de détail est supprimée. Également, la transparence de l'information financière, en particulier en faveur des petits épargnants est accrue en renforçant les pouvoirs de la commission des opérations de bourse. Finalement, l'indice CAC40 est créé en 1987.

Finalement, l'investissement étranger est encouragé par une levée progressive du contrôle des changes entre 1984 et 1990. En 1984, une loi est votée supprimant l'impôt sur les intérêts payés par les investisseurs non résidents. Le marché des eurofrancs, fermé en 1981, est réouvert en 1984, permettant aux entreprises d'émettre des obligations libellées en francs hors de France. En 1986, le gouvernement Chirac permet aux épargnants français d'acheter des actifs, notamment des titres cotés,

à l'étranger. Les entreprises se voient octroyer l'autorisation d'acheter des produits dérivés pour se couvrir.

b. les conséquences des réformes boursières

Ces réformes boursières ont eu pour double conséquence de renforcer le pouvoir des investisseurs et d'accroître leurs possibilités de diversification. L'investisseur marginal – celui qui fait le prix des titres – des entreprises cotées en bourse est devenu à la fois plus exigeant, et plus sophistiqué (donc mieux diversifié).

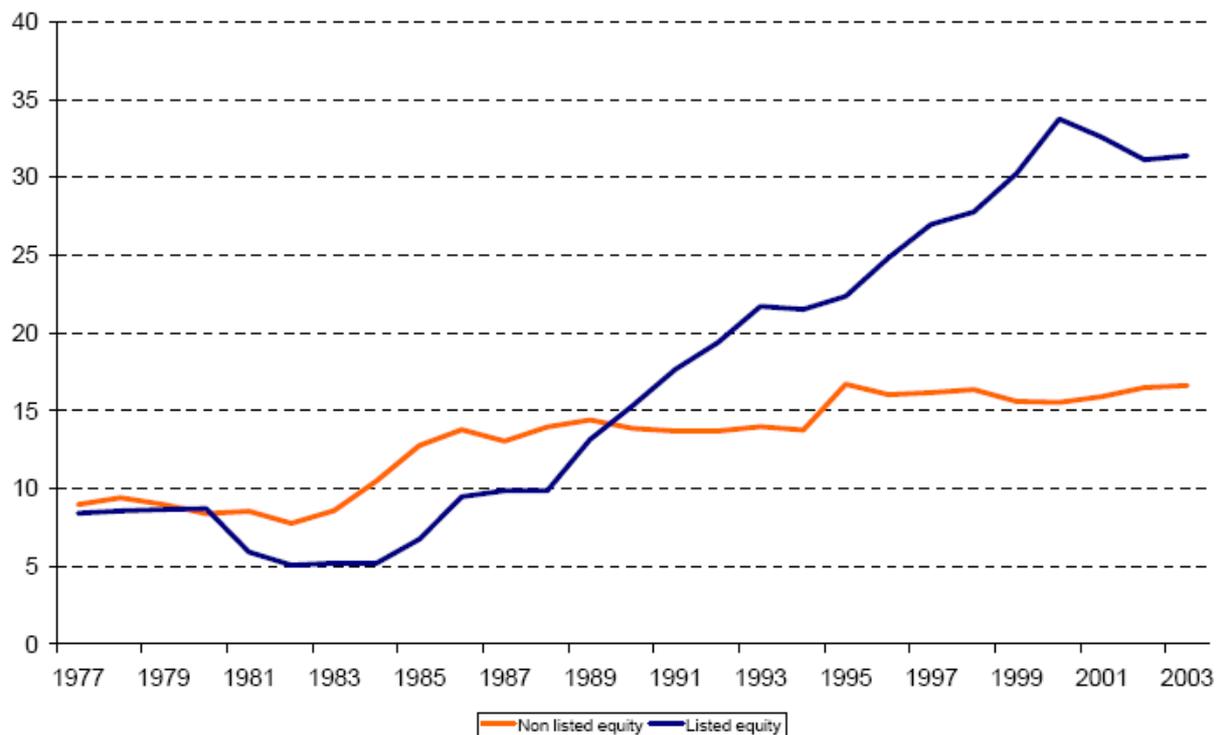


Figure 1 : Fraction de l'actionnariat des entreprises Françaises (cotées et non cotées) détenue par des investisseurs non résidents (Source : Thesmar et Thoenig, 2004)

Tout d'abord, la levée du contrôle des changes a permis à la fois aux investisseurs français d'acheter des titres étrangers et aux investisseurs d'acheter davantage de titres français. Ce double mouvement s'est traduit par une très forte hausse, à partir de la deuxième partie des années 1980, de l'actionnariat étranger, en particulier dans les entreprises cotées en Bourse. Le premier aspect de cette évolution est que les firmes françaises ont fait face à des actionnaires plus à même d'arbitrer en permanence entre rendement en France et dans le reste du monde. Simultanément, l'entrée d'investisseurs étrangers a pour l'essentiel été le fait d'institutionnels gérant l'épargne et les retraites. Il s'agit donc d'investisseurs sophistiqués et diversifiés internationalement.

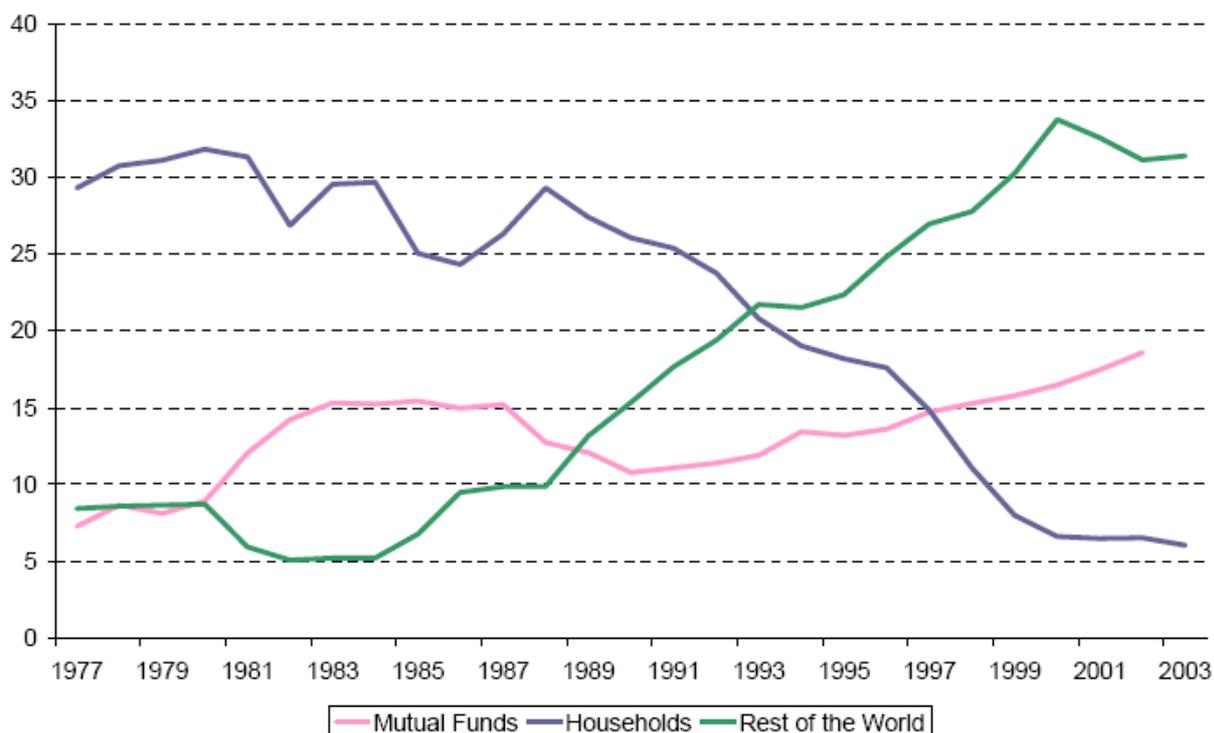


Figure 2 : Répartition de l'actionnariat des entreprises cotées en Bourse en évolution
(Source : Thesmar et Thoenig, 2004)

Ensuite, ces réformes et les privatisations de masse des années 1986-1988 ont suscité la diffusion d'une « culture de l'actionnariat » parmi les français. L'investissement dans les fonds commun de placements français s'est accru. Au total, la part des actions directement détenue par les ménages s'est réduite considérablement à partir de la deuxième moitié des années 1980. De manière générale, les fonds d'investissements ont une stratégie d'allocation de portefeuille plus dynamique que les individus. Ils exploitent plus rapidement que les individus les opportunités d'arbitrage, donc ils sont (1) plus exigeants sur les rendements et (2) mieux diversifiés.

3. Les effets des réformes financières sur le comportement des entreprises.

a. Méthodologie et données

Les données utilisées par Thesmar et Thoenig (2004) sont les BRN, une source au départ produite par la direction générale des impôts où les entreprises renseignent les éléments principaux de leur compte d'exploitation et de leur bilan, ainsi que l'emploi et leur secteur activité. Ces données sont ensuite retraitées par l'INSEE, puis exploitées dans la construction des comptes nationaux. Les entreprises sont repérées par un numéro de SIREN, et nous nous concentrons sur les entreprises les plus grosses (celle qui atteignent, à un moment de leur vie entre 1984 et 1999, plus de 200 employés ou 500 millions de francs de CA). Ces entreprises sont pour l'essentiel (90%) des filiales de grands groupes. Nous obtenons le nom de la tête du groupe à partir de LIFI, une source construite à l'INSEE. Ensuite, nous retrouvons à la main si cette tête de groupe est cotée en Bourse, ou non, à partir de listings papier donnés par Euronext. Si la tête de groupe de l'entreprise est cotée en Bourse, nous dirons qu'elle est cotée également.

Comme les données contiennent des valeurs extrêmes, probablement dues en partie à des erreurs de saisie, nous éliminons les observations correspondant au premier ou 99^e centile de la distribution de chaque variable. Cela explique les différences de nombre d'observation entre les tableaux.

La méthodologie empirique consiste à comparer l'évolution des sociétés cotées et non cotées entre les années 1980 et les années 1990. En contrôlant pour la taille, le secteur, l'exposition au commerce international et l'adoption de nouvelles technologies, nous attribuons les différences d'évolution entre sociétés cotées et non cotées aux changements du marché financier. Il s'agit d'une méthode simple

de différences en différences, où nous estimons, sur les données d'entreprises décrites ci-dessus, le modèle suivant, pour chaque entreprise i à la date t :

$$Y_{it} = a_i + d_t + c.POST_t \times X_{it} + d.POST_t \times LIST_{it} + \varepsilon_{it}$$

Y_{it} est la variable d'intérêt (part des salaires dans la valeur ajoutée, rentabilité, volatilité). a_i est une indicatrice de firme, pour modéliser son comportement moyen. d_t est une indicatrice d'année, destinée à modéliser les effets de conjoncture. $POST_t$ est une indicatrice égale à 1 si l'année t est après 1989. X_{it} est un ensemble d'observables de l'entreprise (sa taille, son secteur etc). $LIST_{it}$ est une indicatrice égale à 1 lorsque l'entreprise est cotée en bourse.

Ainsi, le coefficient c traduit les différences de tendance entre les entreprises de taille, secteur etc (X_{it}) différents. Le coefficient d traduit les différences d'évolution entre entreprises cotées et non cotées, en prenant les observables *comme données*. Nous interpréterons d comme l'effet des réformes financières.

Cette équation est estimée par la méthode des moindres carrés modifiée (White, 1982). Comme la variable $LIST$ est définie au niveau du groupe (toutes les filiales d'un même groupe ont la même valeur), les termes d'erreur sont supposés corrélés entre observation d'un même groupe, pour toutes les années précédentes, ou postérieures à 1990 (Bertrand, Duflo et Mullainathan, 2002).

b. Résultats

Dans un premier temps, nous regardons la profitabilité et la part des salaires dans la valeur ajoutée (Y_{it}). Les résultats de l'analyse, en contrôlant pour différentes tendances selon la taille de l'entreprise ($X_{it} = \log(\text{actifs de l'entreprise})$), sont donnés dans le tableau 1.

	wL / VA	(VA - wL) / K	(Y-wL) / CA
POSTx LIST (x 100)	-0,1 (0,8)	-0,4** (0,2)	-0,3 (0,2)
Indicatrices d'années	Oui	Oui	Oui
Effets fixes	Oui	Oui	Oui
Observation	92648	97146	96850

Tableau 1 : Libéralisation financière, profits et partage de la valeur ajoutée
(Source : Thesmar et Thoenig, 2004)

Les résultats rassemblés dans le tableau 1 infirment la vue selon laquelle les entreprises cotées en bourse auraient versé davantage à leurs investisseurs, aux dépens de leurs travailleurs. La part des salaires dans la valeur ajoutée évolue exactement de la même façon dans les entreprises cotées et non cotées : la différence d'évolution entre les années 1980 et les années 1990 est légèrement plus faible, mais négligeable et non significative. La profitabilité des actifs nets augmente légèrement moins, de 0.4 point de pourcentage. Cette différence, bien que petite est significative du point de vue statistique à 5%. Finalement, le taux de marge des entreprises cotées en bourse augmente lui aussi légèrement moins vite que celui des leurs concurrentes non cotées. La différence est petite, et non significative. Il est à noter que cette analyse au niveau de l'entreprise confirme ce qu'une considération directe des données macroéconomiques suggère : la part des salaires dans la valeur ajoutée est constante entre le milieu des années 1980 et le début des années 2000.

Nous nous tournons ensuite vers l'effet de la libéralisation sur le couple prise de risque/augmentation de productivité. La table 2 reporte le résultat de la régression en employant comme variable à expliquer (Y_{it}) : la variance du taux de croissance des ventes, le log de la productivité du travail et le

log de la productivité globale des facteurs³. Comme il faut plusieurs années pour calculer une variance, la première régression n'utilise que 2 points par firme : l'un pour les années 1980 et l'un pour les années 1990.

	Variance de $\Delta\log(\text{ventes})$	Log (CA / L)	Log (PGF)
POSTx LIST	0,9***	3,7***	10,2***
(x 100)	(0,2)	(1,4)	(3,3)
Indicatrices d'années	Oui	Oui	Oui
Effets fixes	Oui	Oui	Oui
Observation	11232	97163	88412

Tableau 2 : Libéralisation financière, volatilité et productivité
(Source : Thesmar et Thoenig, 2004)

Le tableau 2 confirme la vue selon laquelle les entreprises cotées en bourse ont connu une hausse bien plus forte (une augmentation de 1 point de pourcentage de la variance) et statistiquement plus élevée de la variance de leurs ventes. On montre un résultat similaire pour l'emploi. La contrepartie de cette prise de risque, une hausse de productivité, est également présente dans les données, puisque la productivité du travail augmente de 4% de plus entre les deux périodes chez les entreprises cotées. Le différentiel atteint 10 points de pourcentage pour la productivité globale des facteurs. A nouveau, ces gains de productivité sont très significatifs statistiquement (1%).

L'effet sur la volatilité est très probablement sous-estimé par cette approche, qui n'utilise que 10 points (décennie 80 ou 90) pour calculer la variance. Dans Thesmar et Thoenig (2004), nous évitons ce problème en regardant la réactivité des ventes de la firme à des chocs de ventes sectoriels. Cette analyse confirme celle qui est présentée en table 2, avec des effets plus forts, aussi bien pour les ventes, que pour l'emploi.

3. Conclusion : des gains d'efficacité redistribués aux consommateurs

L'investigation empirique suggère que la déréglementation financière en France n'a pas eu pour effet de modifier la répartition du surplus entre employés et investisseurs. Les entreprises cotées ne sont pas devenues plus rentables. Toutefois, l'analyse de la volatilité suggère que le sentiment d'un nouveau conflit entre capital et travail n'est pas totalement un fantasme : les entreprises cotées sont bien devenues plus volatiles.

L'analyse rappelle que cette augmentation ne s'est pas faite sans gains de productivité, qui pourtant n'ont pas été retranscrits sous forme de hausse de profitabilité. Cette apparente contradiction suggère que la concurrence sur le marché des produits a contraint les entreprises à reverser ces gains d'efficacité aux consommateurs, à travers des baisses de prix des produits. Au total, le travail et le capital ont tous les deux été les gagnants, en touchant les dividendes de la libéralisation financière sous forme de hausse de pouvoir d'achat. Thesmar et Thoenig (2004) confirment cette interprétation en montrant que les effets sur la productivité sont plus prononcés dans les secteurs les plus concurrentiels, et que les baisses de prix y sont plus substantielles. Au net, l'effet sur le bien-être, toutefois, est ambigu car les employés ont dû supporter un risque accru qu'il ne peuvent diversifier.

³ Celle-ci est mesurée au niveau de l'entreprise comme le résidu de la régression du log de la valeur ajoutée sur le log des effectifs et le log des actifs productifs, en autorisant les coefficients à dépendre du secteur où opère la firme.