

ANALYSE

Après la crise, quelles pistes de changement dans la régulation du capitalisme ?

En quoi la crise est-elle porteuse de changements dans la régulation du capitalisme financiarisé qui s'est développé depuis 20 ans ? Au-delà des positions de principe sur le renforcement des règles et la réhabilitation du rôle de l'État, cette note examine quelques-unes parmi les pistes de transformation évoquées lors du colloque « Nouveau monde, nouveau capitalisme », qui s'est tenu à Paris les 8 et 9 janvier derniers. Deux axes de transformation font l'unanimité, celui d'une adaptation de la réglementation financière et celui de l'élargissement du périmètre de la coordination économique mondiale. Semble aussi très largement admise l'idée selon laquelle l'inégalité dans la distribution des revenus nationaux et mondiaux constitue un creuset de déséquilibre. Ce constat nourrit les pistes d'évolution des modalités de concertation au niveau de l'entreprise comme des États pour mieux représenter les intérêts des « stakeholders ».

L'ampleur de la crise économique en cours semble ébranler les fondements du capitalisme « à l'anglo-saxonne », devenu hégémonique à la faveur de la disparition du bloc soviétique. Elle impose de repenser la régulation et les valeurs du système économique mondial dont l'instabilité révèle plusieurs défaillances. La crise relève en premier lieu de réglementations, de systèmes d'informations et d'incitations inadéquats. Mais elle sanctionne aussi, à l'échelle macroéconomique, des tendances déflationnistes qui tiennent en partie à une diffusion inéquitable des gains de la croissance. Elle sanctionne à plus grande échelle l'accumulation de déséquilibres de financement difficilement soutenables entre pays « sur-producteurs » du Sud et de l'Est et pays « sur-consommateurs » du Nord.

Au-delà des remèdes anti-crise qui font l'unanimité, des réformes doivent être envisagées et ont notamment été évoquées lors du colloque « Nouveau monde, nouveau capitalisme », qui s'est tenu à Paris les 8 et 9 janvier derniers¹. Si la profondeur et la nature multidimensionnelle de la crise conduisent à repenser le système de régulation à plusieurs niveaux ou registres, deux axes principaux se dégagent pourtant. Il s'agit, en premier lieu, de garantir la stabilité financière en mettant en place de nouvelles normes, tant au niveau du secteur financier qu'aux échelles nationale et supranationale pour renforcer notamment la coordination économique mondiale. En deuxième lieu, il faudra s'interroger sur la soutenabilité du système de gouvernance par l'actionnaire, sa responsabilité dans la montée des inégalités et sa capacité à internaliser des critères de responsabilité sociale et environnementale. Ce deuxième axe dépasse les questions de gouvernance entrepreneuriale et touche les enjeux de concertation et d'action correctrice des États.

¹ Organisé par M. Éric Besson, secrétaire d'État chargé de la Prospective, de l'Évaluation et de l'Économie numérique, le colloque a été ouvert par M. Nicolas Sarkozy, président de la République française, et M. Tony Blair, représentant du Quartet et ancien Premier ministre du Royaume-Uni, co-présidents du colloque, en présence de Mme Angela Merkel, Chancelière de la République fédérale d'Allemagne. M. François Fillon, Premier ministre, est intervenu en clôture du colloque. Trois tables rondes se sont succédé : Table ronde 1 : « Les valeurs du nouveau capitalisme ». Participants : Tony Blair, Jean-Paul Fitoussi, Francis Fukuyama, Michel Rocard, Amartya Sen, Giulio Tremonti, Enrico Letta, Johanna Hill Dutriz. Table ronde 2 : « Mondialisation et justice sociale ». Participants : Pascal Lamy, Neelie Kroes, John Monks, Kamal Nath, Jean Pisani-Ferry, Joseph Stiglitz, Wouter Jacob Bos, Thomas J. Mulcair. Table ronde 3 : « Comment peut-on réguler le capitalisme? ». Participants : Ellen Johnson-Sirleaf, François Chérèque, Howard Davies, Edmund Phelps, Jean-Claude Trichet, Zdenek Tuma, Arseniy Petrovych Yatsenyuk, James Purnell. Les actes de cette manifestation sont en cours de publication.

Une nouvelle régulation financière mondiale

La crise économique actuelle révèle sur le plan microéconomique les insuffisances de la production d'informations et des pratiques du secteur financier. Sur le plan macroéconomique, elle illustre le caractère insoutenable des déséquilibres internationaux. La crise est ainsi née d'une conjonction de mauvaises incitations et de réglementations inadéquates et d'un défaut de coordination des politiques économiques au niveau mondial. Partant de ce constat, il faut alors repenser, d'une part, la régulation du secteur de la finance et, d'autre part, les contours d'une gouvernance mondiale dont les principales institutions ont été formatées il y a plus de 50 ans. Les ajustements à apporter à la régulation financière mondiale, tant au niveau micro que macroéconomique, devront préserver la force du mouvement de rattrapage économique initié durant les deux dernières décennies, tout en garantissant la soutenabilité du régime de croissance.

Rééquilibrer les incitations individuelles au profit du long terme

Les bénéficiaires des « bonus » du secteur financier ont été considérés au plus haut niveau de l'État comme responsables de prises de risques excessives, incités en cela par la rémunération asymétrique du risque² et la préférence pour le présent. **Les contrôles internes des établissements financiers peinent en effet à les limiter efficacement**, faute d'incitations suffisantes puisque les contrôleurs, pouvant aussi aspirer à devenir *traders* eux-mêmes, sont indirectement intéressés aux gains de l'organisation dans son ensemble. Inversement, les *traders* disposent d'un pouvoir de négociation car ils sont susceptibles, en quittant l'entreprise, de la priver d'une partie de ses profits³. Ce pouvoir de négociation pourrait être toutefois amoindri par des politiques de mobilité interne contraignantes. Cette incitation à des prises de position moins risquées pourrait être également confortée par une règle de place limitant le débauchage et instaurant des codes de bonne conduite suffisamment contraignants. Si de telles mesures s'avèrent inefficaces, car impossibles à généraliser au-delà des frontières nationales, **la solution se trouve peut-être dans une réflexion sur la rémunération différée (par stock options), sinon la fiscalité de ces très hauts revenus**. Mais il faudrait que les problèmes cruciaux de coordination qu'elle induit puissent être dépassés en ces temps de crise.

Améliorer l'information financière

À ces incitations défailtantes au sein des établissements financiers s'est ajoutée une insuffisance de l'information financière. En effet, les modèles utilisés actuellement pour calculer la valeur de marché des actifs financiers (des plus simples aux produits dérivés les plus complexes) sont conçus pour fonctionner par « beau temps » mais n'arrivent pas à intégrer les événements extrêmes comme les crises de liquidité. Il faudrait ainsi enrichir les modèles d'une composante de « risque d'illiquidité des actifs ». Ceux pour lesquels ce risque ne saurait être évalué de manière fiable devraient être écartés du bilan des acteurs de la sphère régulée qui sont les seuls, en théorie, à pouvoir bénéficier du sauvetage par l'État, et ce, afin de « **garder les produits nocifs hors des lieux publics** »⁴.

Une asymétrie supplémentaire dégradant l'information nécessaire à un bon fonctionnement des marchés est née de la multiplication des transactions de gré à gré (effectuées sans passer par un marché cotant les produits échangés), notamment sur des produits dérivés. Les prises de risque liées à ces derniers seraient plus transparentes si l'on avait recours à **une chambre de compensation pour ces opérations, qui agrégerait les informations concernant l'exposition des contreparties** sur tout le marché. Elle permettrait d'**assurer une gestion mutualisée et bien renseignée des risques individuels tout en limitant les comportements trop risqués par un mécanisme de surveillance mutuelle**. Pour certains analystes, la visibilité qui en découlerait constituerait une réponse plus flexible que des restrictions d'activité trop étroites imposées aux établissements financiers⁵.

Dans le prolongement des critiques adressées aux modèles d'évaluation du risque crédit, les agences de notation, qui assurent une mission de service public, devraient également affiner leurs notations en prenant en compte le risque de liquidité et le risque opérationnel. **Une transparence accrue des notes accordées par les agences et des méthodes utilisées par ces dernières**, notamment pour l'évaluation du risque des actifs intervenant dans le calcul des ratios prudentiels des établissements financiers régulés, permettrait de **ne pas laisser aux agences le soin d'imposer de facto la discipline réglementaire**⁶. En outre, en raison des conflits d'intérêt susceptibles d'apparaître à travers la rémunération du travail des agences, il

² Bonus en cas de gain mais absence de pénalité en cas de perte sur les opérations.

³ Godechot O., 2008, « La crise des *subprimes* », Rapport du Conseil d'analyse économique, n° 78, Complément D, La Documentation française.

⁴ Selon l'expression de Jean-Charles Rochet.

⁵ Tirole J., 2008, « Leçons d'une crise », *Toulouse School of Economics notes*, n° 1, décembre.

⁶ Tirole J. op. cit.

conviendrait de **séparer clairement les activités de conseil et de notation**. Ces buts ne semblent pas accessibles sans la création d'une agence chargée de la supervision du secteur⁷.

Atténuer la procyclicité des normes prudentielles et comptables

Par ailleurs, la crise a révélé les insuffisances des normes prudentielles censées limiter, entre autres, le risque systémique. Ces normes ont concentré une partie des critiques du fait de leur caractère procyclique, dans la mesure où les actifs sont évalués à partir de la valeur de marché, valeur qui devient déconnectée des fondamentaux économiques lors d'une crise de liquidité. Les autorités de réglementation pourraient ainsi **élaborer de nouvelles méthodes d'évaluation de la valeur de marché filtrant les composantes qui ne reflètent pas une variation de la valeur fondamentale des actifs et intègrent le risque de liquidité**. Il semble également nécessaire de **renforcer les exigences de fonds propres en périodes fastes** afin de permettre aux banques d'affronter les crises de liquidité mieux capitalisées.

Les critères prudentiels, s'ils doivent être exigeants, **n'ont pas à être nécessairement communs à tous les acteurs**. En effet, des règles trop générales neutralisent la diversité première qui accompagne l'innovation financière et la diversification des risques. Il peut donc être envisagé d'imposer des règles plus contraignantes aux établissements à mesure que leur impact systémique s'accroît. En effet, certains établissements « *too big to fail* », anticipant que l'État les soutiendra en cas de difficultés majeures, adoptent un comportement trop risqué. **L'assurance d'être secouru par le prêteur en dernier ressort pourrait en conséquence être tarifée**, par exemple **en soumettant les établissements à des exigences plus strictes** (concentration, levier, rémunérations des cadres financiers, atténuation des fluctuations, nature des contreparties) **au fur et à mesure de la croissance de leurs actifs et donc du risque qu'ils font courir à l'ensemble du système**. **Les établissements qui préfèrent poursuivre des stratégies plus risquées** que celles permises par le régulateur **pourront toujours opter pour une scission** car l'effet de dilution préviendrait l'impact systémique⁸.

Instituer un superviseur européen des établissements financiers

La multiplication des faillites bancaires en Europe a semé le doute sur l'efficacité du contrôle opéré sur ces établissements, soulevant la question de l'opportunité d'une supervision à l'échelle européenne des banques ayant des activités transfrontalières. En effet, **les institutions financières tendent de plus en plus à outrepasser les frontières alors que le contrôle reste toujours national**. Ainsi *Fortis* a-t-elle été renflouée par l'action concertée des trois États du Benelux. **Un superviseur européen, qui pourrait prendre la forme d'un collège des superviseurs nationaux**, garantirait une vision plus exhaustive du risque pris par les établissements, aujourd'hui difficilement appréhendé par le superviseur national. **Il s'affranchirait en outre des logiques d'intérêt susceptibles, par exemple, d'assouplir le contrôle afin de favoriser l'expansion d'un champion national**. Ce superviseur européen devrait être indépendant des États, et pourrait ainsi être rattaché à la BCE. La meilleure résistance des banques appartenant aux pays où la supervision bancaire dépend de la banque centrale (France, Espagne, vs. Royaume-Uni) plaide en ce sens. Cependant l'absence d'un Trésor européen unique peut se révéler problématique en cas de nécessité de renflouement⁹.

Renforcer la gouvernance économique mondiale

Au niveau macroéconomique, le risque de déflation mondiale nécessite que l'ensemble des pays mène des politiques monétaires et budgétaires concertées. La gestion conjoncturelle des crises d'origine bancaire et financière **rencontre un certain consensus keynésien** selon lequel la liquidité perdue doit être rétablie rapidement. Les leviers aux mains des pouvoirs publics sont la **politique monétaire, la relance budgétaire et la politique de change**, en supposant que le recours au protectionnisme soit écarté. Si les taux ne peuvent plus être abaissés, situation dont se rapprochent les pays développés, les conditions d'une « *trappe à liquidité* », où l'apport de « *monnaie banque centrale* » au secteur bancaire ne suffit plus à réamorcer l'investissement physique et financier, sont réunies. **La relance budgétaire**, éventuellement dans sa variante fiscale, devient alors, en omettant dans un premier temps la politique de change, le seul instrument disponible. C'est le chemin que suivra le nouveau gouvernement américain. Le débat outre-atlantique se concentre actuellement sur les volumes en jeu, l'efficacité des allègements fiscaux et leur impact sur la dette. En Europe, les mesures keynésiennes, après certaines réticences allemandes, semblent plus coordonnées et paraissent résister aux tentations protectionnistes.

Cependant, **les déséquilibres mondiaux** (matérialisés par une surconsommation américaine financée par des excédents chinois) qui ont largement alimenté la crise, **sont en partie le résultat de politiques**

⁷ Des débats sont en cours en Europe pour déterminer si un éventuel agrément des agences de notation devrait être confié au Comité des régulateurs européens des valeurs mobilières (CESR) ou à un collège de superviseurs nationaux.

⁸ Voir par exemple les propositions du groupe des 30 présidé par Paul Volcker.

⁹ Tirelle J., op cit.

monétaires et de politiques de change non coopératives. En effet, les États-Unis ont maintenu un cours du *dollar* très bas grâce à l'afflux de l'épargne mondiale alors que le *yuan* était notoirement sous-évalué. L'explication à ce jour la plus aboutie de cette situation a été apportée par Cavallero, Fahri et Gourinchas¹⁰ qui montrent que **la simple asymétrie de développement des marchés financiers entre les États-Unis et l'Asie était à même d'expliquer ces déficits dans un modèle d'équilibre stationnaire.**

La coordination des États doit oeuvrer à une relocalisation des liquidités émanant des pays émergents, notamment en incitant ces derniers à mener des politiques plus redistributives et à mettre en place des politiques d'assurance sociale qui provoquent une diminution du taux d'épargne. En l'état actuel, **le risque d'une déflation mondiale est en effet entretenu par la difficulté des pays émergents, et de la Chine en premier lieu, à recycler leur épargne, faute d'institutions adéquates.** Cette situation conduit à financer les États-Unis et à pousser les taux d'intérêts à la baisse, entretenant le recours au crédit dans les pays riches. Il ne faudrait donc pas que des dépréciations du *yuan* vis-à-vis du *dollar* et du *dollar* ou de la *livre* vis-à-vis de l'*euro* entretiennent les conditions propices à l'émergence de nouvelles crises. L'exportation de la déflation américaine ou britannique, couplée à une politique de change chinoise agressive, pourrait entretenir une déflation mondiale qui retarderait un rétablissement des économies sur le court terme. Pour sortir de ce cercle vicieux, une coopération renforcée en matière monétaire serait nécessaire.

À moyen terme, la principale incertitude sur la croissance mondiale réside dans la dynamique d'endettement public. Les chefs d'État français et allemand se sont également exprimés en faveur de nouvelles institutions élargies de coordination des politiques économiques au niveau mondial. Celles-ci pourraient prendre la forme d'un « conseil économique mondial », pendant au Conseil de sécurité de l'ONU et assorti d'une « charte pour une économie à long terme raisonnable » à l'image de celle des Nations unies sur les droits de l'Homme, selon certaines propositions allemandes. Mais il serait aussi possible de confier cette coordination à un FMI renforcé. Lors de sa réunion du 15 novembre dernier, le G20 avait mis en exergue la fonction de surveillance financière du FMI, en contrepoint de la production de normes (comptables ou prudentielles) coordonnée par le FSF (Forum de stabilité financière).

Au cœur de la crise, un rapport de forces déséquilibré entre capital et travail ?

L'idée selon laquelle l'inégalité dans la distribution des revenus nationaux et mondiaux constitue un creuset de déséquilibre est très largement partagée par les intervenants du colloque « Nouveau monde, nouveau capitalisme ». Par ailleurs, un certain nombre de pistes de réforme se rallient au constat d'un ascendant pris par les actionnaires sur les autres parties prenantes à la création de richesses (« stakeholders »), notamment les salariés, favorisant ainsi la montée des inégalités au sein d'un même pays¹¹.

La montée des inégalités internes aux États-Unis aurait fait le lit de la crise d'endettement

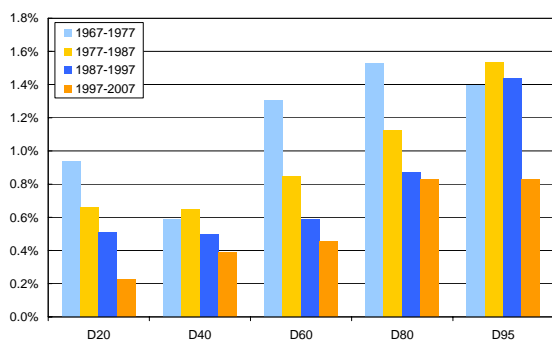
L'ouverture des échanges s'est accompagnée d'une forte montée des inégalités sociales et spatiales au sein des économies développées ou en développement, simultanément à un recul de l'extrême pauvreté. La dégradation relative, à partir des années 1980, des conditions matérielles des travailleurs peu qualifiés des pays industrialisés, notamment aux États-Unis, **semble découler d'abord d'une modification structurelle de l'économie** (progrès technique biaisé, affaiblissement des syndicats, développement des services). **L'expansion des marchés locaux des BRIC et l'émergence de réservoirs de main-d'œuvre non qualifiée pour l'industrie ont renforcé l'avantage comparatif du Sud** et participé plus significativement à la montée des inégalités au Nord **après 1990**. L'endettement excessif des ménages aux États-Unis, qui est au cœur de la crise financière, semble découler de ce creusement des inégalités : les ménages peu ou moyennement qualifiés qui ont souffert d'une détérioration du partage de la valeur ajoutée à leur détriment auraient recouru à la dette afin de maintenir leurs standards de consommation.

Depuis les années 1970, les 20 % des ménages américains les plus pauvres ont subi, en effet, un ralentissement de l'augmentation de leur revenu, non seulement relativement aux autres ménages, mais aussi en valeur absolue. Ils ont connu ainsi une décennie de quasi-stagnation de leur revenu réel (+0,2 % par an en moyenne pendant 10 ans), alors que les 20 % des ménages les plus riches bénéficiaient d'une augmentation quatre fois plus rapide (graphique 1). Selon E. Saez¹², les États-Unis auraient retrouvé une part des plus hauts revenus (10 % des ménages les plus riches) dans le revenu total équivalente au ratio qui prévalait il y a 80 ans (graphique 2).

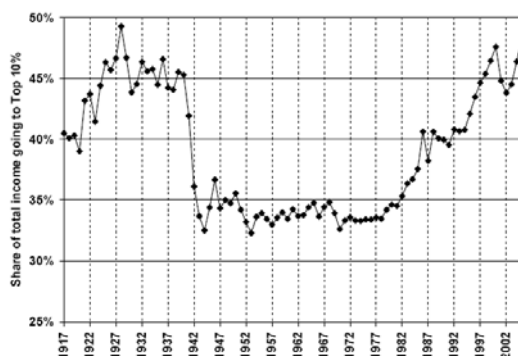
¹⁰ Cf. « An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates », *American Economic Review*, 98 : 1, pp.358-397, 2008.

¹¹ Tony Blair, en particulier, a rappelé l'impératif de prendre en compte l'ensemble des *stakeholders*, au-delà des intérêts des « *shareholders* » (actionnaires)

¹² Saez E., 2008, « The Evolution of Top Incomes in the United States » : <http://elsa.berkeley.edu/~saez/saez-USstopincomes-2006prel.pdf>

Graphique 1 : Croissance du revenu réel des ménages selon le niveau de revenu

Source : CPS

Graphique 2 : Part du revenu du décile le plus élevé dans le revenu total des ménages américainsSource : Saez E., 2008¹³

Le constat plus général d'une déformation des revenus en faveur du capital demeure très controversée¹⁴. En revanche, le renforcement des asymétries entre catégories de salariés (qualifiés ou non qualifiés, appartenant à un grand groupe ou à un sous-traitant...) concernant la stabilité de l'emploi, la formation des salaires, l'accès aux assurances, recrée une actualité autour des réflexions sur **les systèmes de gouvernance d'entreprise**. Comment garantir une représentation équilibrée des intérêts des différentes parties prenantes ? Ces constats réactivent aussi, **sur le plan macro-économique**, les réflexions sur **les modalités d'une action correctrice ou réparatrice de l'État**.

Une remise en cause des modes de gouvernance ?

La question de la gouvernance relève moins d'une supposée « prise de pouvoir des actionnaires » que de la remise en question de certains modes de gestion dont la diffusion aurait accru l'instabilité de la finance et de l'emploi. Au cœur de ces modes de gestion, axés sur la création de valeur actionnariale, on trouve le principe selon lequel c'est à la finance qu'il revient de diversifier et de mutualiser le risque, et non à l'entreprise, principe qui a très fortement influencé les stratégies des grands groupes (« recentrage sur leur cœur de métier ») et poussé à une redistribution des risques au sein de la société.

La crise pourrait cependant révéler une faille dans le système de gouvernance des investisseurs institutionnels (fonds de pension *stricto sensu* et *mutual funds*). L'idée selon laquelle ces derniers exerceraient un pouvoir exorbitant sur les entreprises à travers leurs participations dans le capital paraît certes peu fondée, celles-ci étant par nature disséminées et ne représentant individuellement qu'une part faible du capital des grandes cotations. En revanche, la montée des investisseurs institutionnels dans la gestion collective de l'épargne mondiale, à la faveur du vieillissement démographique, soulève la question de **leur rôle à long terme et de leur influence stabilisatrice sur les marchés**. Ces fonds ne peuvent apparaître comme de simples intermédiaires financiers **car ils gèrent, au moins pour partie, une « dette sociale » à leur passif¹⁵** : la composante la plus dynamique de ces fonds (publics ou privés) est constituée de droits à retraite capitalisés, qui ne peuvent être considérés comme une stricte épargne privée. La confiance dans les « fonds de pension » (au sens large, c'est-à-dire des investisseurs portant des droits à la retraite) doit être de même nature que celle accordée aux banques (qui gèrent le bien collectif qu'est la monnaie) dans la mesure où une incertitude radicale sur les revenus de l'inactivité entraînerait des comportements de consommation tout au long de la vie au mieux sous-optimaux, au pire chaotiques. **Or, la concurrence entre gestionnaires de fonds sur les marchés financiers pour afficher les meilleures performances à court terme est parfois incriminée comme étant à l'origine d'un affaiblissement de leur fonction stabilisatrice.** Les actions, qui étaient notamment une source de rendements élevés pour les fonds d'investissement depuis 15-20 ans, produisent un rendement quasi nul depuis 8-10 ans et connaissent des fluctuations d'une ampleur inégalée dans l'histoire (avec deux épisodes rapprochés de pertes voisines de 50 % pour le S&P500 en six ans). Cet élément pourrait expliquer que **les investisseurs soient allés chercher leurs rendements sur des produits à risque et aient contaminé leurs bilans de produits « toxiques »**, faute de se résoudre à l'entrée dans un environnement de rendements plus faibles.

¹³ Saez E., op cit.

¹⁴ Le partage de la valeur ajoutée est stable sur très longue période aux États-Unis, même si la part du travail régresse très légèrement depuis 20 ans. La part des salaires a sensiblement diminué depuis 20 ans en Europe mais est plutôt stable en France. Ce qui est moins controversé en revanche est le fait que, durant cette période, la forte décline des taux d'intérêt réel, c'est-à-dire du coût de la dette, semble avoir entièrement profité aux actionnaires. Ceci pourrait expliquer que le rapport de force supposé par certains auteurs comme favorable aux actionnaires soit resté compatible avec une progression globale de la masse salariale.

¹⁵ Aglietta M., 1998, « Le capitalisme de demain », *Note de la Fondation Saint-Simon*.

Cette concurrence ne remplit pas alors les conditions prudentielles nécessaires pour établir la confiance dans le système, **en raison des relations asymétriques entre les gestionnaires des fonds et leurs mandants**, autrement dit les épargnants : ces derniers n'exercent qu'un contrôle insuffisant sur la gestion de leur épargne. La France semble relativement moins sujette à de telles dérives, observées aux États-Unis avec le cas *Enron* par exemple, dans la mesure où la loi du 21 août 2003 portant réforme des retraites confère, aux salariés et à leurs représentants, un pouvoir de cogestion sur leur épargne salariale (Plans d'Épargne Entreprise) et leur épargne retraite (Plans d'Épargne Retraite Collectifs). Mais la puissance publique semblerait légitime pour définir des ratios prudentiels (sans hors bilan), contrôlés par des spécialistes, tout en évitant une trop forte immixtion dans la gestion professionnelle des placements des fonds.

Plus généralement, la crise pourrait révéler une défaillance des modes de gestion qui sous-tendent le critère de maximisation boursière. Les conflits et les asymétries d'informations qui peuvent naître entre les dirigeants et les actionnaires sont censés être résolus par la distribution de *stock options* (qui permettent de lier l'intérêt des dirigeants à celui des actionnaires) et la certification de l'information financière. Cela revient cependant à faire deux hypothèses que la crise financière actuelle met à mal : d'une part que les informations financières transmises au marché rendent compte de la valeur fondamentale de l'entreprise, assertion aujourd'hui contestable ; d'autre part que les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels de l'entreprise.

Or, il apparaît singulièrement aujourd'hui que **le risque entrepreneurial est porté aussi par les salariés**, et que ces derniers peuvent être analysés comme détenteurs d'une portion du capital immatériel de l'entreprise¹⁶. Dans la mesure où les fonds diversifient le risque alors que les entreprises doivent se spécialiser sur leur cœur de métier, l'instabilité de l'emploi est renforcée via des restructurations (externalisation, sous-traitance, acquisitions...). Si les salariés disposent d'un capital humain spécifique, ils sont peu redéployables, autrement dit difficilement « valorisables » sur le marché externe auprès d'autres entreprises. Ils ne sont ainsi pas incités à investir davantage dans leur formation, et le niveau de production peut en être affecté à long terme. Ces constats plaident en faveur de **modèles de gouvernance partenariale**, notion développée notamment à travers le concept de « *team production* »¹⁷. Dans ce modèle, le Conseil d'administration prend une importance capitale pour défendre l'intérêt de l'ensemble des *stakeholders*, car il doit assurer la coordination de la structure et assumer les choix stratégiques pour encourager chacun à spécialiser ses actifs, augmentant ainsi le profit de tous. On peut en trouver une ébauche dans le mécanisme des provisions anti-OPA existant, à l'heure actuelle, dans 43 États américains¹⁸. Ces provisions partagent de fait un point commun : elles invitent les administrateurs d'une société cible, dans leur appréciation du bien-fondé d'une OPA/OPE, à considérer des intérêts autres que ceux des actionnaires¹⁹. En France, **la gouvernance des Fonds communs de placement d'entreprise** s'en approche également. Ce type de fonds, cadre le plus répandu pour la gestion de l'épargne salariale, possède un conseil de surveillance, définit la politique d'investissement et exerce les droits de vote attachés aux actions détenues. Il est paritaire et comprend une moitié de représentants des salariés et une moitié de représentants de la direction. Il semble cependant qu'en pratique les salariés n'aient que peu d'influence sur la gestion, souvent déléguée et difficilement contrôlable²⁰.

Rénover l'État social

Le besoin de rééquilibrage des inégalités internes, mis en évidence par la crise, incite aussi à jeter un regard nouveau sur le rôle de l'État en matière de redistribution et d'assurance des risques.

Dans le cas américain, le mode de gouvernance actionnarial a probablement participé au délitement d'un système de solidarité et de protection qui s'était institué au sein des entreprises, sans que l'État prenne véritablement le relais. C'est cet équilibre entre la protection de l'entreprise et de l'État qui est à rebâtir.

Dans le cas de la France, la problématique se pose davantage en terme d'efficacité de l'État-providence : produire la même « prestation sociale » en minimisant les « désincitations » au travail et le degré de défiance interindividuelle. Ces orientations plaident pour la mise en place de systèmes plus transparents et lisibles à l'instar des économies du Nord de l'Europe, avec par exemple :

¹⁶ Blair M. et Stout L., 1999, « A team production theory of corporate law », *Virginia Law Review*, vol. 85, p. 247-328.

¹⁷ Blair M. et Stout L., op. cit.

¹⁸ Moore M. et Reberioux A., 2007, « The corporate governance of the firm as an entity; old issue for the new debate », in Biondi Y., Canziani A. et Kirat T. (éds.), *The firm as an entity: implications for economics, accounting, and law*, Routledge, p. 348-374.

¹⁹ En Pennsylvanie par exemple, doivent être prises en compte les conséquences pour « tout groupe affecté par cette opération, y compris les actionnaires, les salariés, les consommateurs et les créanciers », ainsi que « les communautés dans lesquelles les bureaux et autres établissements de l'entreprise sont situés ».

²⁰ Autenne A., 2005, *Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié. Apports et limites des approches contractualiste, néo-institutionnaliste et comparativiste de la gouvernance d'entreprise*, Bruxelles, Bruylant.

- l'instauration d'un **dialogue social élargi**, et de normes négociées plutôt qu'édictees par voie réglementaire, d'une protection sociale efficace, fondée sur des règles transparentes et équitables ;
- la mise en place d'**instruments de redistribution** clairs, adossés à la fiscalité directe et s'appuyant sur une base large de revenus.

Pour l'ensemble des pays, les opportunités d'intervention de l'État en faveur d'une plus grande équité du capitalisme ne se restreignent pas au champ de la redistribution. La puissance publique se doit en effet de **garantir à l'ensemble de sa population des « capacités »** révélatrices de son niveau de bien-être (voir encadré). Un renforcement de l'égalité des chances nécessite donc de **mettre davantage l'accent sur l'investissement immatériel et les politiques sociales actives**. Il implique aussi probablement de traiter des problèmes plus institutionnels touchant à l'éducation et aux discriminations, afin de relancer l'ascenseur social.

La notion de « capacités »

La notion de « capacités » telles que les ont définies Amartya Sen et Martha Nussbaum recouvrent plusieurs dimensions : vivre vieux, participer à l'activité économique, participer à la vie politique.... Proches d'un concept d'égalité des chances à grande échelle, les capacités sont « un ensemble de vecteurs de fonctionnements qui indiquent qu'un individu est libre de mener tel ou tel type de vie »²¹. Elles laissent ainsi toute leur place à la liberté de choix, à l'hétérogénéité individuelle et à la nature multi-dimensionnelle du bien-être. Les capacités essentielles résultent notamment, outre des fonctions régaliennes, des grandes fonctions étatiques correspondant au développement du capital humain et environnemental : l'éducation, la santé, la culture, les loisirs et l'environnement. Une plus grande équité sociale passe par le renforcement de ces fonctions, directement ou par délégation au secteur privé. À l'heure actuelle, si l'on examine les arbitrages qui président à l'allocation des moyens humains des administrations publiques (sur la base des rémunérations publiques rapportées au PIB), on observe que la France investit fortement sur l'éducation et la santé, contrairement aux États-Unis, qui privilégient la première dimension au détriment de la seconde. En revanche, elle est distancée par les pays scandinaves en matière d'accompagnement des personnes en difficulté (politiques sociales actives), même si elle mobilise par ailleurs des moyens importants en faveur du capital humain ou environnemental destiné à l'ensemble de la population. **La France développe ainsi une conception de l'État protecteur plutôt passive (redistributive) en comparaison des pays du Nord, qui utilisent beaucoup de moyens humains sur la fonction « d'accompagnement » social.**

* * *

Certaines interprétations de la crise financière l'envisagent aussi comme la conséquence de **déséquilibres plus fondamentaux** qui se sont traduits notamment, dès 2006, par des tensions inflationnistes sur les marchés de l'énergie et des matières premières. Ces tensions révéleraient le caractère non soutenable à long terme du régime de croissance en vigueur avant la crise. Se profilent alors des objectifs supplémentaires à ceux déjà évoqués visant à renforcer, dans notre système économique, les critères de durabilité sociale et environnementale. Ainsi, dans sa conclusion du colloque « Nouveau monde, nouveau capitalisme », le Premier ministre a évoqué trois objectifs : réguler les prix de l'énergie tout en sécurisant les approvisionnements, préserver l'environnement et contribuer au développement des pays pauvres. La promotion de telles finalités au sein des institutions multilatérales devra permettre de rééquilibrer le capitalisme au profit des *stakeholders* au sens alors le plus large, notamment les populations les plus pauvres et les générations futures.

> *Bertille Delaveau, Mahdi Ben Jelloul, Thomas Brand, Clément Schaff*
Département des Affaires économiques et financières

²¹ Sen, A., 2000, *Repenser l'inégalité*, éditions du Seuil.

BRÈVES

International

> DE POZNAN À COPENHAGUE, L'AUSTRALIE OUVRE LE BAL DE LA RENÉGOCIATION DES ACCORDS DE KYOTO

Deux jours après la quatorzième conférence internationale sur le réchauffement climatique, le Premier ministre australien Kevin Rudd a dévoilé un plan d'action qui marque un tournant historique de la part du premier émetteur mondial de CO₂ parmi les économies développées (26,1 tonnes *per capita*, soit 4,5 fois plus que la moyenne mondiale, et 2,5 tonnes de plus du niveau américain). Le précédent gouvernement avait en effet choisi le camp des *free riders* de la préservation environnementale, imitant la stratégie américaine consistant à refuser tout objectif de restriction des gaz à effet de serre, afin de ménager la compétitivité industrielle nationale. Très attendu après la ratification du Protocole de Kyoto en décembre 2007, cette stratégie a pourtant déçu, du fait de la modestie de l'objectif de restriction annoncé (- 5 % des émissions de CO₂ de 2000 à 2020), et des nombreuses exemptions accordées aux industriels. **La cible australienne serait cependant supérieure à celle du Plan Climat européen en termes d'émissions par habitant** : en raison de l'augmentation de la population australienne et de la quasi-stagnation de la population européenne de 1990 à 2020, l'objectif affiché par l'Australie – une diminution de 13 % des émissions nationales de CO₂ sur la même période – équivaldrait donc à une cible de 19 % *per capita* dans les onze prochaines années, en cohérence avec les restrictions consenties par l'Europe pour satisfaire à l'objectif du Plan Climat (- 20 % d'émissions de CO₂ de 1990 à 2020). Quant aux dérogations, elles reflètent **la volonté de préserver les secteurs moteurs d'une économie très carbonée dans un contexte de ralentissement économique**. Reste l'ambition de couvrir l'ensemble des émissions nationales dès 2015 et d'importants investissements qui s'attaquent à la source des pollutions. Le gouvernement prévoit ainsi de **porter à 20 % la part des énergies renouvelables dans la production électrique d'ici à 2020**, à l'aune d'un arsenal de subventions destinées à développer le recours aux énergies alternatives et les techniques de capture et de stockage de carbone. Après une décennie d'attentisme, la mise en place d'un marché d'échanges de permis d'émissions de CO₂ dès juillet 2010 représente aussi une avancée majeure, qui devrait être adoptée quelques mois avant la conférence de Copenhague.

<http://www.climatechange.gov.au/whitepaper/index.html>

> B. B.

> EN QUOI LES PME, VIA LES BREVETS, CONTRIBUENT-ELLES SINGULIÈREMENT AU RENOUVEAU TECHNOLOGIQUE DES ETATS-UNIS ?

Réalisée à la demande de la Small Business Administration, la structure gouvernementale en charge des PME aux États-Unis, une nouvelle étude confirme le rôle primordial de ces entreprises dans le système d'innovation de ce pays. Définies comme employant jusqu'à 500 personnes, les PME représentent seulement 39 % de l'ensemble des entreprises considérées et à peine 6,5 % du nombre total de leurs brevets. Pour autant, **rapporté aux effectifs employés, le nombre de ces brevets est nettement plus élevé chez les PME que chez les grandes firmes** (avec un rapport de 1 à près de 16). Même s'il peut sembler contre-intuitif, ce résultat n'est pas nouveau. Il s'explique par le fait que ce type d'étude se focalise d'emblée sur les entreprises dynamiques en termes d'innovation technologique, excluant du champ d'analyse la grande masse des PME plus routinières. La présente enquête ne porte en effet que sur **une catégorie spéciale d'entreprises : celles auxquelles ont été délivrés au moins 15 brevets** sur la période 2002-2006, soit **trois par an en moyenne**. Son originalité réside davantage dans la caractérisation de **ces PME enclines à breveter. Elles sont dans 38 % des cas des sociétés cotées et se révèlent**, au vu des indicateurs considérés, **particulièrement aptes à constituer de nouveaux modèles d'affaires sur la base d'une technologie émergente**, alors que les grands groupes s'intéressent le plus souvent aux technologies émergentes pour améliorer un produit ou un domaine (*business unit*) préexistant. Selon l'étude, ces PME très innovantes échappent très souvent aux nomenclatures sectorielles habituelles, notamment parce que

nombre d'entre elles ne fabriquent rien par elles-mêmes et, comme c'est par exemple le cas dans le biomédical ou les semi-conducteurs, sont spécialisées dans la recherche-développement, l'ingénierie de produit, le design, le marketing ou la distribution.

<http://www.sba.gov/advo/research/rs335tot.pdf>

> R. L.

Union européenne

> FORTEMENT TOURNÉ VERS L'INTERNATIONAL, LE *MITTELSTAND* ALLEMAND ABORDE LA CRISE EN BONNE SANTÉ FINANCIÈRE

La banque publique allemande KfW vient de publier les résultats de l'enquête annuelle qu'elle a menée, pour la 4^e fois, sur les performances économiques et financières du *Mittelstand*. Ce terme désigne ici l'ensemble des entreprises réalisant un chiffre d'affaires inférieur ou égal à 500 millions d'euros par an, soit plus de 3,5 millions de PME en Allemagne. Cette enquête se fonde sur une base de données représentative, qui inclut les très petites entreprises (TPE), celles qui emploient moins de cinq personnes et qui, outre-Rhin, représentent 82 % des PME définies comme indiqué. Il en ressort en particulier que, dans l'ensemble de ces entreprises, le taux moyen de capitaux propres (part des capitaux propres dans le total de l'actif) s'est amélioré, passant de 19,0 % en 2002 à 23,9 % en 2006. De même, alors qu'en 2004, 47 % d'entre elles ont subi un refus de crédit de la part de leurs banques respectives, cette proportion est tombée de près de moitié, à 25 % en 2007. L'analyse multivariée montre qu'à taux de capitaux propres donné, les TPE font face à nettement plus de difficultés dans l'accès au crédit que les entreprises de plus grande taille (plus de 50 salariés). L'autre intérêt majeur de cette étude est de souligner le lien entre ces facteurs financiers et l'activité des entreprises à l'international, sous ses différentes formes (import-export, filiales à l'étranger, etc.). Ainsi, le taux moyen de capitaux propres atteint 26 % chez les PME ayant une telle activité internationale (dont les trois quarts sont des TPE), contre seulement 21 % chez celles qui en sont dépourvues. Alors qu'en Allemagne, de l'an 2000 à 2007, le solde du commerce extérieur a contribué aux trois quarts de la croissance du PIB, la conjoncture économique de ce pays risque d'être fortement affectée par l'actuel ralentissement mondial. L'étude du KfW vient cependant rappeler que le socle de la compétitivité allemande a été considérablement raffermi ces dernières années.

http://www.kfw.de/DE/Home/Presse/Pressekonferenzen/KfW-Mittelstandspanel_2008.jsp

> R. L.

Rédacteurs des brèves : Blandine Barreau (DRTDD), Rémi Lallement (DAEF).

Directeur de la publication :
René Sève, directeur général
Directrice éditoriale de la Note de veille :
Nathalie Bassaler, chef du Service Veille,
Prospective, International
Animateur de la cellule de veille :
Jérôme Tournadre-Plancq, chargé de
mission au Département Institutions et
Société

Pour consulter les archives
de la Note de Veille
en version électronique :
[http://www.strategie.gouv.fr/
rubrique.php?id_rubrique=12](http://www.strategie.gouv.fr/rubrique.php?id_rubrique=12)

Centre d'analyse stratégique
18, rue de Martignac
75700 Paris cedex 07
Téléphone 01 42 75 61 00
Site Internet :
www.strategie.gouv.fr

