



## LE CAPITALISME AVANT LA CRISE DU COVID

---

Services centraux et régionaux de la  
Direction Générale du Trésor

---



# LE CAPITALISME AVANT LA CRISE DU COVID

## **Services centraux et régionaux de la Direction Générale du Trésor**

Ce document de travail n'engage que ses auteurs. L'objet de sa diffusion est de stimuler le débat et d'appeler commentaires et critiques.

Ce document s'appuie sur des contributions de Marie-Apolline Barbara, Vincent Barde, Ingrid Barrat, Hind Benitto, Jean Bensaïd, Estelle de Beaucé, Sixtine Bigot, Edouard Chrétien, Simon Freycenet, Nathalie Georges; Jonathan Gindt, Pierre Havez, Pierre Lissot, Vincent Malardé, Simon Martin, Pierre Mongrué, Emmanuelle Oesterlé, Sophie Ozil, Albane Sauveplane, Diane de Waziers, Philippe Wen, tous en poste à la Direction Générale du Trésor au Ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance au moment de la préparation du document, ainsi que sur des contributions des Services économiques régionaux de Berlin, Ottawa, Beijing, Washington, Rome, Tokyo, Londres, Singapour, Stockholm et Berne.

Jean-Luc Schneider a coordonné et mis en forme ces travaux.

[jean-luc.schneider@dgtresor.gouv.fr](mailto:jean-luc.schneider@dgtresor.gouv.fr) (+33 1 44 87 18 51)

## Table des matières

Résumé .....	8
Abstract .....	8
Introduction.....	9
1. Le capitalisme et ses remises en causes récentes.....	10
1.1 Le capitalisme comme quête régulée de la profitabilité .....	10
1.2 Les remises en cause du capitalisme.....	11
2. Le passé récent du capitalisme .....	13
2.1 Des performances macroéconomiques décevantes ?.....	13
2.1.1 La croissance asymétrique du PIB par habitant.....	13
2.1.2. PIB par habitant et productivité du travail.....	15
2.1.3. La contribution du capital .....	15
2.1.4. L'allocation du capital entre pays .....	19
2.1.5. L'allocation du capital entre les entreprises .....	21
2.1.6. La qualité du capital (physique et humain) et l'innovation .....	23
2.2 Une croissance des inégalités ? .....	24
2.2.1 Le partage de la valeur ajoutée entre le capital et le travail .....	25
2.2.2 La distribution des revenus .....	28
2.2.3. L'évolution de la fiscalité .....	32
2.3 Un transfert du risque du capital vers le travail ?.....	33
2.3.1 Le partage du choc de la crise financière mondiale entre le capital et le travail.....	33
2.3.2 Le risque affectant les revenus du travail.....	35
2.3.3 Le risque affectant les revenus du capital productif .....	37
2.4 Une incompatibilité du capitalisme avec la préservation de l'environnement ? .....	40
2.4.1 Des dommages environnementaux mal contrôlés .....	41
2.4.2 Instruments de politique environnementale et capitalisme.....	42
2.5 Des citoyens insatisfaits ? .....	44
3. Les tendances qui sous-tendent les performances du capitalisme.....	49
3.1 Les évolutions démographiques.....	49
3.1.1 Démographie et rémunération du capital .....	49
3.1.2 Démographie et productivité .....	51
3.2 Le progrès technique.....	52
3.2.1 Progrès technique et part du travail dans la valeur ajoutée .....	53
3.2.2 Progrès technique et rendements d'échelle .....	56
3.2.3 Progrès technique et substitution du capital au travail .....	57
3.2.4 Progrès technique et inégalités .....	59
3.3 Les transformations de la finance.....	61
3.3.1 La financiarisation de l'économie mondiale.....	62
3.3.2 Taille du secteur financier et croissance .....	63
3.3.3 Evolution de l'actionariat .....	65
3.3.4 Développement de la gestion passive.....	68

3.3.5	Développement des fonds activistes.....	70
3.3.6	Le rôle des proxy advisors .....	72
3.4	La mondialisation.....	74
3.4.1	La mondialisation des échanges de produits .....	74
3.4.2	La mondialisation des flux de capitaux.....	75
3.4.3	La mondialisation de l'actionnariat .....	77
3.4.4	La mondialisation du secteur productif français .....	81
4.	Le futur du capitalisme .....	84
4.1	L'inflexion des tendances passées et ses conséquences .....	84
4.1.1	Des tendances qui pourraient s'infléchir .....	84
4.1.2	Ce que pourraient impliquer l'inflexion des tendances de long terme .....	85
4.2	L'émergence de nouveaux facteurs d'inflexion.....	86
4.2.1	Les migrations climatiques.....	86
4.2.2	Les nouvelles conditions de répartition géographique de la production et du travail .....	87
4.2.3	Le rôle croissant des données .....	88
4.2.4	Les conséquences de ces nouveaux facteurs d'inflexion .....	90
4.3	Le capitalisme dans l'incertitude de la crise sanitaire .....	91
5.	Des pistes pour maîtriser l'évolution du capitalisme .....	93
5.1	Régulation du secteur financier .....	93
5.2	Gouvernance des entreprises .....	94
5.3	Politiques redistributives.....	95
5.4	Articulation et accompagnement des réformes .....	96
	Annexe 1 : Le capitalisme à travers le monde .....	99
1.	Allemagne.....	100
1.1	Conditions cadres : le capitalisme allemand repose sur « l'économie sociale de marché ».....	100
1.2	La présence de l'État et des Länder dans la gestion des entreprises est réelle mais n'est ni revendiquée ni systématisée .....	100
1.3	Le modèle d'économie sociale de marché donne un rôle crucial aux partenaires sociaux.....	101
1.4	Importance de la taxation du capital et de ses revenus.....	101
1.5	Il n'y a pas en Allemagne de remise en cause forte du capitalisme allemand mais des demandes d'ajustement.....	101
2.	Canada .....	103
2.1	Une forte attention portée à l'attractivité du territoire, mais de fortes barrières interprovinciales.....	103
2.2	L'État assez présent, compte tenu de l'importance occupée par les sociétés de la Couronne (crown corporations) .....	103
2.3	Un système qui donne un poids important aux syndicats à l'échelle de l'entreprise .....	103
2.4	Des différences importantes entre provinces en termes de fiscalité et de redistribution .....	104
2.5	Un pays relativement épargné par la montée des populismes.....	104
3	Chine .....	105
3.1	Investissement, urbanisation et répression financière au cœur du rattrapage chinois .....	105
3.2	Un modèle économique qui mute alors que la croissance ralentit.....	105
3.3	Une conception technocratique de l'économie de marché .....	106
3.4	Le PCC fermement aux commandes de l'économie mais pragmatique .....	106
3.5	Une faible taxation du capital .....	107

3.6	Vu de Pékin, l'avenir du capitalisme est chinois .....	107
4	États-Unis .....	109
4.1	Les inégalités sociales, générationnelles et territoriales se creusent aux États-Unis .....	109
4.2	Les politiques menées depuis les années 1980 ont accentué les inégalités de richesse .....	109
4.3	La critique sociale traditionnelle du capitalisme s'étend désormais à de nouveaux griefs.....	109
4.4	L'inertie de l'État fédéral face à cette crise a encouragé de nouveaux acteurs à intervenir .....	110
4.4.1	La société civile.....	110
4.4.2	Les collectivités.....	110
4.4.3	Les grandes entreprises.....	110
4.5	Quelles évolutions du capitalisme américain escompter dans un avenir proche ?.....	110
5	Italie .....	115
5.1	Une Italie ouverte malgré elle aux investissements étrangers.....	115
5.1.1	La politique d'attractivité a des résultats limités .....	115
5.1.2	Le gouvernement dispose de pouvoirs étendus de contrôle dans les secteurs stratégiques.....	115
5.1.3	La structure du capitalisme fait des entreprises des cibles pour les investisseurs étrangers.....	116
5.2	Présence de l'État dans la gestion des entreprises.....	116
5.2.1	En repli, la présence publique reste sectoriellement très significative.....	116
5.2.2	L'État détient des participations stratégiques dans une demi-douzaine d'entreprises .....	117
5.2.3	L'engagement croissant de la Caisse des dépôts et des prêts en faveur de l'économie sous le contrôle des fondations bancaires.....	118
5.3	Les participants à la gestion de l'entreprise autres que les actionnaires .....	119
5.3.1	La participation des salariés à la gestion de l'entreprise n'est pas obligatoire .....	119
5.3.2	En cas de crise d'une grande entreprise, l'État peut confier la gestion à un commissaire .....	120
5.3.3	Les expériences sont principalement d'origine privée.....	120
5.4	Quelles visions politiques du capitalisme en Italie ?.....	120
5.4.1	La décroissance heureuse du Mouvement 5 étoiles et la défense de l'environnement .....	121
5.4.2	Le souverainisme protectionniste de la Ligue .....	122
5.4.3	Le capitalisme réformiste et européen du Parti démocrate .....	123
6	Japon.....	124
6.1	Le capitalisme japonais s'est structuré plus récemment et obéit à un modèle singulier .....	124
6.2	C'est un capitalisme régulé, avec un pilotage stratégique de l'État.....	124
6.3	Le poids de la fiscalité reste globalement faible mais la redistribution des richesses est assurée par un impôt élevé sur les successions.....	125
6.4	Le Japon n'échappera pas à un questionnement sur son modèle socio-économique sans qu'on puisse toutefois parler de crise du capitalisme .....	126
7	Royaume-Uni.....	127
7.1	Un pays ouvert aux capitaux étrangers et une forte attention portée à l'attractivité du territoire .....	127
7.2	L'intervention de l'État dans la gestion des entreprises est limitée et ses relations avec le secteur privé évoluent .....	127
7.3	Une économie dépendante sur le secteur financier et hautement financiarisée.....	128
7.4	Les salariés et autres parties prenantes sont peu représentés dans la gestion des entreprises .....	128
7.5	La taxation du capital est légère et l'État providence plus circonscrit que ses pairs européens.....	128
7.6	La régulation britannique, traditionnellement souple, est basée sur le partenariat entre l'État et les entreprises .....	129
7.7	La remise en cause du capitalisme a été éclipsée par le <i>Brexit</i> dans le débat politique récent.....	129

8	Singapour .....	130
9	Suède .....	132
9.1	Le rejet de toute forme de protectionnisme et d'interventionnisme est inscrit dans l'ADN de la Suède et des pays nordiques, qui perçoivent l'ouverture commerciale comme la clé de leur prospérité .....	132
9.2	L'État limite autant que possible sa présence au capital des entreprises .....	132
9.3	La gouvernance des entreprises est marquée par la viscosité du capital des grands groupes, historiquement contrôlé par un petit nombre de familles .....	133
9.4	La fiscalité du capital vise à concilier simplicité et attractivité .....	133
9.5	Une absence quasi-totale de remise en cause du capitalisme en Suède et dans la zone nordique .....	134
10	Suisse.....	135
10.1	L'action de l'État se concentre sur la définition de conditions cadre favorables aux entreprises .....	135
10.2	La présence de l'État actionnaire demeure importante dans les infrastructures de réseau.....	135
10.3	Une régulation très souple du marché du travail et un système de formation qui promeut l'apprentissage assurent le plein emploi .....	135
10.4	Les prélèvements obligatoires apparaissent comme modestes par rapport à la moyenne de l'OCDE, le facteur travail étant notamment peu taxé .....	136
10.5	Si le modèle économique suisse fait l'objet d'un large consensus de la population, attachée à la valeur travail, les principaux facteurs de risque résident dans un scénario d'éloignement de l'Union Européenne .....	136
	Annexe 2 : Estimation des rendements sectoriels en France .....	137
1.	Motivation .....	137
2.	Modèle.....	137
3.	Données .....	139
4.	Résultats sur les rendements d'échelle .....	140
	Annexe 3 : Élasticités de substitution entre facteurs de production .....	142

## Résumé

À la veille de la crise du covid-19, le capitalisme faisait l'objet de critiques renouvelées, s'appuyant sur la perception d'un essoufflement des gains de productivité, d'une augmentation des inégalités, de l'exposition à la précarité d'une part croissante de la population, et d'une incapacité à répondre aux défis environnementaux. Ce travail examine la validité de ces différentes critiques, en essayant de replacer le cas français dans le contexte des évolutions du capitalisme mondial. Il discute les inflexions que pourraient connaître les tendances constatées jusqu'en 2019 et le besoin d'évaluer certaines pistes pour corriger les aspects récents du capitalisme les plus préoccupants.

## Abstract

On the eve of the covid crisis, capitalism was subject to renewed criticism, based on the perception that productivity gains were running out of steam, inequalities were increasing, a growing part of the population was exposed to economic insecurity, and environmental challenges were left mostly unaddressed. This paper examines the validity of the various arguments, looking at the French case against the background of developments in global capitalism. It discusses the possible inflections of the trends observed up to 2019 and the need to evaluate certain avenues to correct the most worrying aspects of recent capitalism.

## Introduction

Ce document dresse un tableau des questions soulevées par le fonctionnement du capitalisme dans les dernières décennies, en France et dans le monde, jusqu'à l'éclatement de la crise sanitaire début 2020.

Après avoir défini le capitalisme et rappelé ses remises en cause récentes (Partie 1), on examine son bilan sur longue période, en particulier en France (Partie 2). Ce bilan est ensuite mis en relation avec les évolutions sous-jacentes des technologies, de la démographie et des politiques économiques (Partie 3). Finalement, des conjectures sont formulées quant à la façon dont l'extrapolation des tendances à l'œuvre dans le passé, l'apparition de nouvelles problématiques et la crise du covid pourraient affecter le fonctionnement du capitalisme (Partie 4).

Ce travail s'appuie sur des analyses techniques, la connaissance de la littérature économique et l'expertise de l'ensemble des services de la DG Trésor, en particulier de ses services économiques à l'étranger. Si les travaux de recherche mentionnés ne rendent que partiellement justice à la richesse du débat scientifique, on espère que la sélection opérée a l'avantage de proposer un chemin cohérent à travers la luxuriance des analyses disponibles.

# 1. Le capitalisme et ses remises en causes récentes

## 1.1 Le capitalisme comme quête régulée de la profitabilité

Le terme de capitalisme est apparu au milieu du 19<sup>ème</sup> siècle pour désigner la propriété privée des moyens de production, appelés capital productif depuis Ricardo et Marx. À la propriété du capital sont associés deux droits :

- Le droit de décider comment le capital est employé, c'est-à-dire de gérer les entreprises.
- Le droit à une rémunération pour les services rendus par le capital.

Bien que, en théorie comme en pratique, ces deux droits soient dissociables (par exemple dans des entreprises privées où l'État dispose du contrôle, ou dans des entreprises cogérées avec les salariés), le mot capitalisme recouvre en général la conjonction de ces droits : un système économique dans lequel chaque entreprise est gérée dans l'intérêt des propriétaires de son capital, par eux-mêmes ou par leurs délégués, avec comme objectif la maximisation des profits tirés de cette propriété.

Selon la théorie de l'équilibre général<sup>1</sup>, sous un ensemble d'hypothèses fortes, la maximisation du profit des actionnaires conduit à un « optimum de Pareto », dans le sens où personne ne peut être rendu plus heureux sans que quelqu'un d'autre devienne plus malheureux. Ces modèles traitent les ménages et les entreprises de manière quasi-symétrique malgré leur profonde différence de nature, en les rassemblant dans le concept d'« agents économiques ». Cette symétrie a contribué à structurer l'appareil statistique de collecte d'informations économiques et aussi sans doute une vaste partie de la réflexion et des politiques mises en œuvre<sup>2</sup>.

En pratique, pour que le capitalisme fonctionne de manière efficace, l'État est nécessaire, ainsi que des instances supranationales le cas échéant. Il faut en effet d'abord que les droits de propriété soient protégés. Ensuite les hypothèses sous-jacentes aux modèles ne sont jamais toutes satisfaites : il existe des agents irrationnels, des marchés incomplets, des concurrences imparfaites, des externalités, des indivisibilités, des irréversibilités,... et ces « imperfections de marché » appellent un encadrement par des règles édictées par un État-régulateur. Enfin la répartition des revenus résultant de la maximisation des profits ne satisfait en général qu'une minorité de citoyens. Pour réduire l'insatisfaction et éviter l'instabilité des règles, elle-même coûteuse, il faut un État-redistributeur.

Chaque État est amené à définir et calibrer ses politiques d'accompagnement. On rencontre ainsi différentes formes de capitalisme, montrant divers degrés de libéralisme selon le degré d'interventionnisme régulateur et redistributeur, se différenciant selon plusieurs axes : la présence de l'État dans la gestion des entreprises ; l'attention qu'il porte aux conditions-cadres de l'allocation du capital ; le degré de taxation du capital et de ses revenus ; ou la participation des parties prenantes autres que les actionnaires dans la gestion des entreprises (Tableau 1 et Annexe 1).

---

<sup>1</sup> Walras L. (1883), *Théorie mathématique de la richesse sociale*, Corbaz ; Debreu G. (1959), *The Theory of Value: An axiomatic analysis of economic equilibrium*, Yale University Press.

<sup>2</sup> Foucault M. (2004), *Naissance de la biopolitique : Cours au Collège de France (1978-1979)*, Éditions du Seuil.

**Tableau 1 : Diversité des capitalismes**

	Allemagne	Canada	Chine	États-Unis	France	Italie	Japon	Royaume-Uni	Singapour	Suède	Suisse
Attention aux conditions cadres*	Forte	Moyenne	Faible	Forte	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Forte	Forte	Forte	Forte
Ouverture aux IDE	Forte	Moyenne	Faible	Moyenne	Forte	Moyenne	Faible	Forte	Forte	Forte	Forte
Implication de l'État dans la gestion des entreprises	Moyenne	Forte	Forte	Faible	Moyenne	Forte	Forte	Faible	Forte	Faible	Moyenne
Implication des autres parties prenantes dans la gestion	Forte	Forte	Forte	Faible	Faible	Faible	Faible	Faible	Faible	Forte	Faible
Taxation du capital	Faible	Moyenne	Faible	Moyenne	Forte	Faible	Forte	Forte	Faible	Faible	Faible

Source : *Services économiques de la DG Trésor*.

\* L'attention aux conditions cadres désigne la priorité donnée par l'État à la qualité de l'environnement économique et réglementaire des entreprises.

Même s'il ne s'agit pas ici de faire l'histoire du capitalisme, deux caractéristiques de son développement méritent d'être gardées en mémoire. Premièrement, la séparation entre propriété de l'outil de production et capacité à l'utiliser est relativement récente, puisqu'elle date de la révolution industrielle, lorsque le progrès technique a rendu obsolète le mode artisanal de production, dans lequel l'outil et la compétence se transmettaient ensemble de génération en génération<sup>3</sup>. Il est pareillement envisageable que le progrès technique conduise un jour à dépasser le capitalisme par une organisation économique différente, à inventer, qui permettrait de créer plus de bien-être. La question des implications de la détérioration de l'environnement ou de l'émergence des technologies numériques pour le fonctionnement-même du capitalisme n'est donc pas illégitime.

Un second point important est que la finance a précédé le capitalisme. Le mercantilisme, qui a présidé à l'organisation économique de l'Europe du 16<sup>ème</sup> siècle à la révolution industrielle, reposait d'ores et déjà sur une architecture bancaire et fiduciaire relativement complexe, sur laquelle le capitalisme naissant a ensuite pu s'appuyer, notamment en Angleterre<sup>4</sup>. Bien avant l'invention du capitalisme, la capacité du secteur financier à causer des crises graves et la nécessité de le réguler pour en limiter les occurrences et les effets avaient été identifiées. La finance constitue donc sans doute une « infrastructure économique » plus profonde que les diverses variétés de capitalismes (ou d'autres systèmes) qui s'appuient sur elle. On postulera dans ce qui suit que les réformes du capitalisme ne peuvent pas ignorer la finance, entendue comme la fongibilité de l'épargne privée entre différentes options d'investissement et les technologies disponibles pour réaliser cette allocation.

## 1.2 Les remises en cause du capitalisme

Après avoir semblé faire l'objet d'un consensus quasi-universel au lendemain de la dislocation du bloc communiste, la capacité du capitalisme à améliorer le bien-être d'une majorité de citoyens est remise en doute dans le débat public, politique et académique, et ce selon quatre dimensions du bien-être.

Premièrement, en termes de maximisation du PIB, la crise financière mondiale de 2008 a été lue comme un échec du capitalisme en tant que système d'allocation efficace des ressources. Elle a aussi amplifié la déception des pays occidentaux concernant la répartition internationale des avantages attendus de la libéralisation des échanges de biens et de capitaux, qui a bénéficié davantage aux émergents et contribué à fragiliser le tissu industriel traditionnel et les classes moyennes dans les pays développés.

<sup>3</sup> Hobsbawm E. (1962), *The Age of Revolution: Europe 1789-1848*, Abacus ed.

<sup>4</sup> Braudel F. (1979), *Civilisation matérielle, économie et capitalisme*, Armand Colin.

Deuxièmement, en termes de répartition des revenus, la perception d'un creusement des inégalités au profit des détenteurs du capital a remis en cause aussi la confiance dans l'État-redistributeur, garant que le pouvoir de l'actionnaire-gestionnaire permet la croissance des revenus de tous.

Troisièmement, en termes de partage du risque entre les agents économiques, la crise a révélé l'exposition de l'économie réelle aux erreurs commises par la sphère financière et des lacunes de l'État-régulateur. Le sauvetage public d'institutions financières et l'envolée du chômage dans certains pays, assortis d'appels à plus de flexibilité du marché du travail, ont pu suggérer qu'une large partie du risque a été reportée vers les travailleurs. Ceci a remis en cause l'idée que le pouvoir de gestion n'est donné aux actionnaires qu'en contrepartie du fait qu'ils supportent la plus grande partie des conséquences de leurs éventuelles erreurs.

Quatrièmement, la montée des préoccupations environnementales et l'insuffisance des mesures prises pour y répondre conduisent à s'interroger sur la compatibilité du capitalisme avec la préservation de l'environnement global et local.

La multiplicité des formes nationales de capitalisme et le fait que la crise ait touché les pays très différemment expliquent que sa remise en cause prend aussi des formes très variables. Une offre politique articulée appelant à des modifications significatives du système national existe aux États-Unis et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni et en France, alors qu'en Allemagne, en Suisse, dans les pays nordiques ou en Asie, le mécontentement d'une partie de la population ne se traduit pas par des discussions autour de réformes du capitalisme.

## 2. Le passé récent du capitalisme

Pour s'essayer à de la prospective sur le capitalisme, il convient d'abord d'identifier ses tendances des dernières décennies et les failles qui amènent à sa remise en cause dans quatre dimensions (allocative, distributive, assurantielle, et environnementale). La crise de 2008 pèse sur l'image récente du capitalisme, mais n'a finalement affecté ses performances de long terme que de manière relativement marginale par rapport aux tendances sous-jacentes.

### 2.1 Des performances macroéconomiques décevantes ?

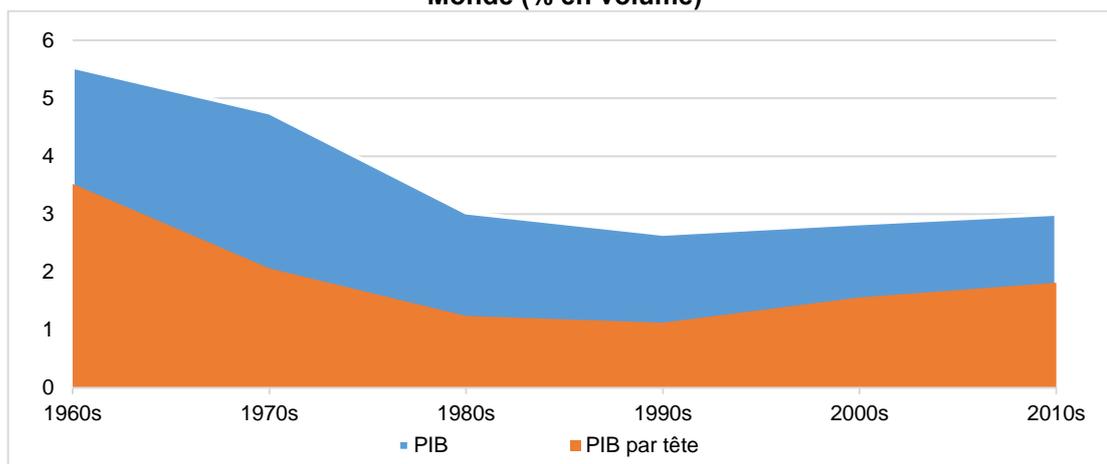
Une des justifications théoriques du capitalisme est que le marché est un moyen plus efficace que les autres d'allouer l'épargne aux investissements les plus productifs. De ce point de vue, l'efficacité du capitalisme se mesure d'abord par les revenus et la croissance qu'il permet de générer, or les décennies récentes ont vu le capitalisme rejoint par un nombre croissant de pays, avec des résultats parfois spectaculaires en termes d'élévation du niveau des revenus.

L'effet de transition dont ont bénéficié beaucoup de pays émergents doit être distingué d'un éventuel affaiblissement de l'efficacité du capitalisme, qui doit, lui, être recherché du côté des « vieux » pays capitalistes. Ce n'est en effet que dans ces pays, où le modèle a le moins changé, qu'on peut mesurer s'il délivre toujours les mêmes bienfaits que par le passé, en particulier en termes d'allocation du capital. Il faut aussi se demander si la déception face aux performances récentes du capitalisme dans ces vieux pays peut être un effet collatéral de l'entrée des nouveaux pays dans le système et, comme tel, vraisemblablement transitoire, ou si les performances des vieux pays faiblissent de manière indépendante de l'émergence des nouveaux pays capitalistes.

#### 2.1.1 La croissance asymétrique du PIB par habitant

Après un net ralentissement dans les années 1960 et 1970, le taux de croissance du PIB mondial s'est stabilisé entre 2¼ % et 3 % en rythme annuel depuis les années 1980, après lissage des fluctuations de court terme. Comme la démographie mondiale continue de ralentir, on assiste en fait à une nette accélération du PIB par tête, de 1,1 % par an dans les années 1990 à 1,8 % par an dans les années 2010 (Graphique 1).

**Graphique 1 : Taux annuel moyen par décennie de croissance du PIB et du PIB par habitant, Monde (% en volume)**

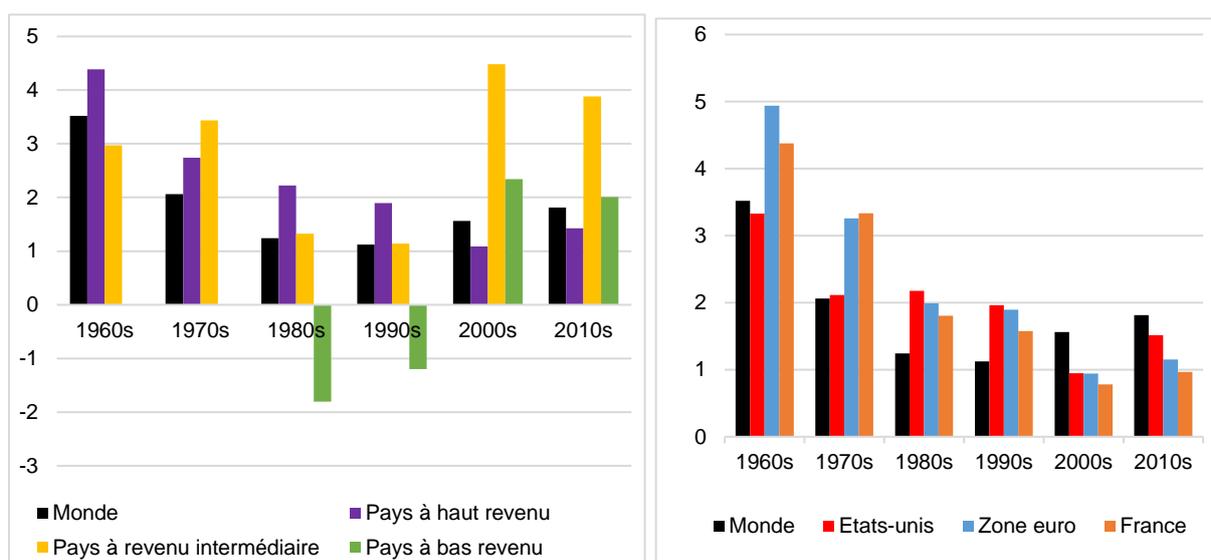


Source : Banque mondiale.

L'accélération du revenu par tête mondial a coïncidé avec deux événements considérés comme des avancées du capitalisme : la dislocation du bloc communiste et la privatisation d'une large partie de son capital productif, au début des années 1990 ; et l'entrée de la Chine dans l'OMC, en décembre 2001. La crise de 2009 (croissance du PIB mondial de  $-1,7\%$ ) ne fut pas assez profonde, durable et universelle pour affecter les taux de croissance décennaux mondiaux.

L'accélération du PIB par habitant a été spectaculaire dans les pays à bas revenu, où son taux de croissance annuel a gagné 4 points entre les années 1990 et les années 2000, et dans les pays à revenu intermédiaire où il a gagné plus de 3 points (Graphique 2). Dans cette seconde catégorie, la Chine a beaucoup contribué à l'accélération par son niveau de croissance et par un effet de structure, son PIB pesant de plus en plus. Après les catastrophiques années 1960, le taux de croissance de son PIB par habitant était déjà de  $8,2\%$  par an en moyenne dans les années 1980, et il a accéléré jusqu'à  $9,7\%$  en moyenne dans la décennie 2000.

**Graphique 2 : Taux annuel de croissance du PIB par tête par décennie (%)**



Source : Banque mondiale et calculs DG Trésor.

Note : La composition des catégories de pays est figée pendant toute la période et correspond au classement fait par la Banque mondiale selon le PIB par tête constaté en 2018 : moins de 1 025 \$ pour les pays à bas revenu ; entre 1 025 \$ et 12 375 \$ pour les pays à revenu intermédiaire ; plus de 12 375 \$ pour les pays à haut revenu.

Dans les pays avancés, le tableau est très différent. Dans ce qui est aujourd'hui la zone euro, la croissance annuelle du PIB par tête a perdu 1 point par décennie entre les années 1960 et les années 2000, réduite de  $5\%$  à  $1\%$ . Le ralentissement a été moins continu et moins marqué aux États-Unis, mais reste significatif, de plus de 2 points sur la période. Surtout, ce ralentissement ne s'interrompt pas dans les années 1990, lorsque le PIB par tête mondial recommence à accélérer dans les pays moins avancés et au niveau mondial. Les États-Unis connaissent certes un rebond dans les années récentes, dû à la sortie de la crise de 2008 et aux politiques macroéconomiques exceptionnellement accommodantes, et l'Europe récupère  $\frac{1}{4}$  de point croissance dans les années récentes, mais c'est loin de compenser la décélération précédente, et cela ne semble pas pour l'instant refléter davantage que le rattrapage conjoncturel après la crise.

En résumé :

- Au niveau mondial, la croissance du revenu par tête a augmenté avec l'extension du modèle capitaliste à de nouveaux pays.
- Dans les pays développés, capitalistes de longue date, le revenu par tête décélère depuis les années 1970.

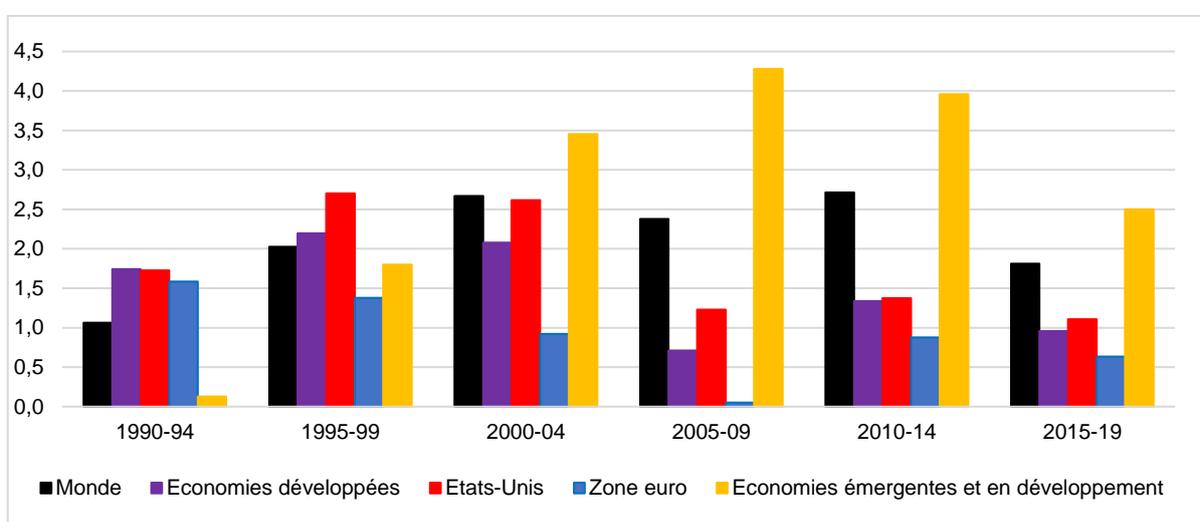
### 2.1.2. PIB par habitant et productivité du travail

Le revenu par habitant découle mécaniquement de quatre facteurs : la part de la population en âge de travailler (pop 15-65/pop totale), le taux de participation (actifs/pop 15-65), le taux d'emploi des actifs (employés/actifs) et la productivité apparente par travailleur (PIB/employés) :

$$\frac{PIB}{Pop\ totale} = \frac{Pop\ 15 - 65}{Pop\ totale} \times \frac{Actifs}{Pop\ 15 - 65} \times \frac{Employés}{Actifs} \times \frac{PIB}{Employés}$$

En pratique, ce sont surtout les différences de productivité du travail et leurs évolutions qui expliquent les divergences dans les trajectoires de revenu par tête. On a ainsi vu depuis les années 1990 une baisse du taux de croissance de la productivité apparente du travail dans les économies avancées, et en particulier en zone euro (de 1 point), alors qu'il a progressé de plus de 4 points dans les économies émergentes ou en développement, avant de ralentir depuis la crise financière mais en restant à un niveau bien supérieur au niveau initial et à celui des économie développées (Graphique 3)<sup>5</sup>.

**Graphique 3 : Croissance annuelle de la productivité apparente par travailleur (%)**



Source : Conference Board et calculs DG Trésor.

### 2.1.3. La contribution du capital

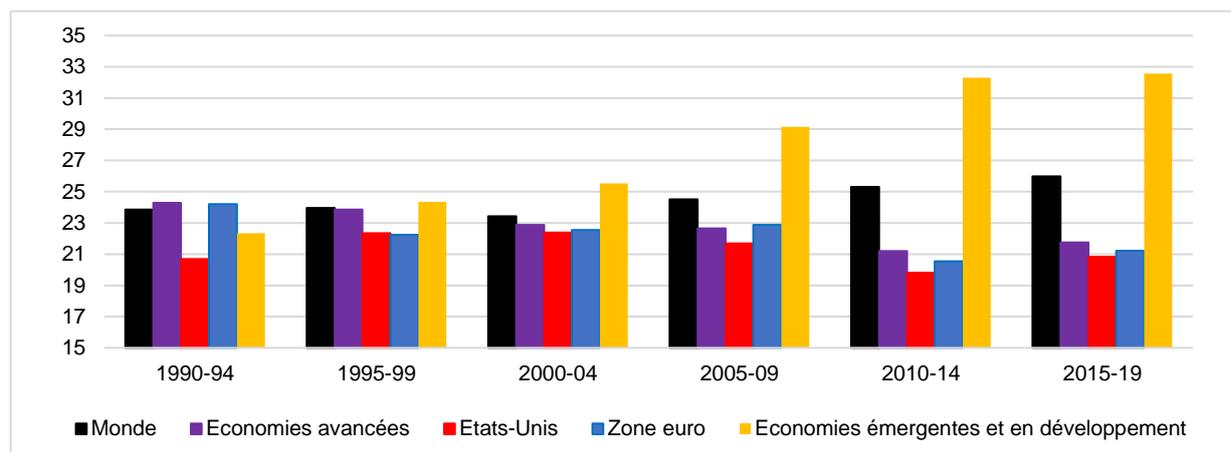
La productivité du travail dépend directement de la quantité (et de la qualité) du capital mis en face de chaque travailleur :

$$\frac{PIB}{Employés} = \frac{PIB}{Capital} \times \frac{Capital}{Employés}$$

Depuis les années 1990, les trajectoires d'accumulation du capital productif ont fortement différé entre les pays : le taux d'investissement (au sens macroéconomique, comprenant non seulement l'investissement des entreprises privées, mais aussi l'investissement public et l'investissement immobilier des ménages) a augmenté de plus de 10 points dans les économies émergentes et en développement, alors qu'il baissait de 2½ points dans les économies avancées, en partie sous l'effet d'une contraction de l'investissement public durant la crise de 2008 (Graphique 4). Au total, l'écart entre le taux d'investissement dans les économies émergentes et en développement, d'une part, et les économies avancées, de l'autre, dépasse 10 points depuis 10 ans, ce qui traduit un phénomène de rattrapage.

<sup>5</sup> Aubry A. et al. (2018), "Le ralentissement de la productivité dans les pays émergents est-il un phénomène durable ?", *Trésor-Éco* n° 225.

**Graphique 4 : Taux d'investissement brut (% du PIB)**



Source : FMI (WEO Database, octobre 2019) et calculs DG Trésor.

L'interprétation de ces évolutions doit rester prudente. En Chine, la mauvaise allocation de certains investissements à la productivité douteuse devrait sans doute conduire à les reclasser en consommations intermédiaires (ce qui réduirait par ailleurs la productivité de l'économie). Aux États-Unis, où plus de la moitié de l'actif des entreprises cotées est constituée d'actifs intangibles, il n'est pas certain que la comptabilité nationale enregistre en investissements l'ensemble des dépenses qui participent à la constitution de ces actifs (ce qui pourrait biaiser vers le bas les indicateurs de productivité)<sup>6</sup>. En outre, l'importance croissante du capital humain pose la question du classement des dépenses d'éducation des ménages, aujourd'hui enregistrées en dépenses courantes, mais qui ont le caractère d'un investissement à long terme. Ces problèmes comptables, qui se sont accentués depuis les années 1990, sont sans doute présents dans l'ensemble des économies avancées. Ils ne semblent pas de nature à y modifier fondamentalement le constat de ralentissement de la productivité du travail sur longue période, mais ils brouillent l'identification des contributions relatives du capital et de la productivité globale des facteurs (PGF). Dans une fonction de production de type Cobb-Douglas, en effet, une erreur sur le stock de capital se reporte directement sur la PGF :

$$\frac{PIB}{Employés} = PGF \times \left( \frac{Capital}{Employés} \right)^\alpha$$

Où  $\alpha$  est un paramètre égal à environ 0,3. Les écarts de taux d'investissement enregistrés par le FMI se traduisent par une décélération du stock de capital par tête (qui continue néanmoins à croître) dans les pays avancés, alors qu'il accélère ailleurs. La « règle d'or », utilisée notamment par le FMI pour évaluer très sommairement si le taux d'épargne ou d'investissement observé dans un pays est insuffisant ou excessif, part du principe qu'en économie fermée et à l'équilibre stationnaire optimal, le taux d'investissement devrait être égal à la part de la rémunération du capital dans la valeur ajoutée<sup>7</sup>. À cette aune les économies avancées paraissent en situation de sous-investissement<sup>8</sup>. Selon certains modèles, ce sous-investissement pourrait être responsable, non seulement d'un niveau de capital par tête et de productivité sous optimal, mais aussi d'un ralentissement de l'innovation dans ces pays et donc d'une moindre croissance<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> Selon la base de données individuelles d'entreprises EU KLEMS, les investissements intangibles ont représentés aux États-Unis plus de 4 % du PIB en moyenne chaque année entre 1995 et 2017. Stehrer R. (2019), "Industry Level Growth and Productivity Data with Special Focus on Intangible Assets", The Vienna Institute for International Economic Studies.

<sup>7</sup> Phelps E. (1966), *Golden rules of economic growth*, Norton Press. On peut cependant noter que, selon le modèle de Phelps, le rendement du capital devrait alors être supérieur au taux de croissance de l'économie, ce qui n'est pas avéré dans le cas général, et en particulier sur la période récente. Mauro P. et J. Zhou (2020), "r minus g negative: Can We Sleep More Soundly", *IMF Working Paper*, n° 20/52.

<sup>8</sup> Baquero L. (2016), "L'investissement privé est-il trop faible en Allemagne", *Trésor-Éco* n° 172.

<sup>9</sup> Aghion P., D. Comin et Peter Howitt (2006), "When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?" *NBER Working Paper*, n° 12275.

## Encadré 1 : Le ralentissement de la productivité en France

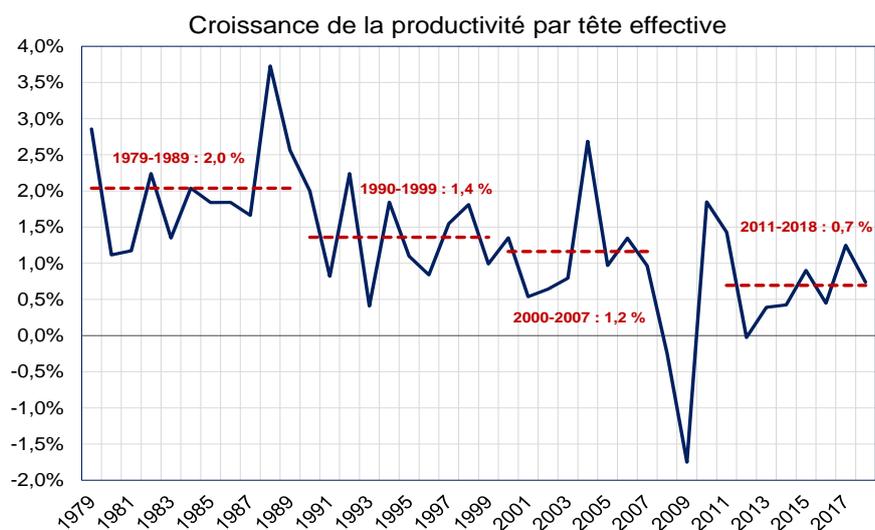
En France, comme dans les autres économies avancées, on observe de faibles gains de productivité par tête sur la période récente. En examinant les données disponibles sur plusieurs périodes successives, ce ralentissement apparaît comme une tendance de long-terme commune à toutes les économies avancées. Si la progression de la productivité s'est particulièrement affaiblie au passage de la crise, le ralentissement global semble plus ancien et plus graduel.

Au-delà du ratio de productivité par tête (dit productivité « apparente »), le PIB (en volume) peut être représenté par une fonction de production dépendant des facteurs travail (L) et capital (K) et de la productivité globale des facteurs (PGF), estimée comme le résidu d'une équation de Solow. Cette approche est retenue par la DG Trésor, la Commission européenne et la plupart des organisations nationales et internationales pour leurs estimations de PIB potentiel. Ainsi l'équation spécifiée est :

$$PIB = PGF \cdot K^\alpha \cdot L^{1-\alpha}$$

Le coefficient  $\alpha$  correspond à la part de la rémunération du capital dans la valeur ajoutée, égale à environ 1/3. Le nombre total d'heures travaillées devrait en principe être utilisé pour mesurer la quantité de travail, mais, pour des raisons de comparabilité internationale (la durée du travail étant mal mesurée), on lui préfère souvent le nombre de personnes physiques en emploi et il arrive en outre que ces variables soient ajustées pour tenir compte de la qualification du facteur travail, ce qui explique des écarts dans les niveaux et parfois les évolutions de la productivité et de la PGF selon les sources.

### Croissance de la productivité apparente du travail en France (% par an)



Source : Insee (Comptes nationaux 2018) et calculs DG Trésor.

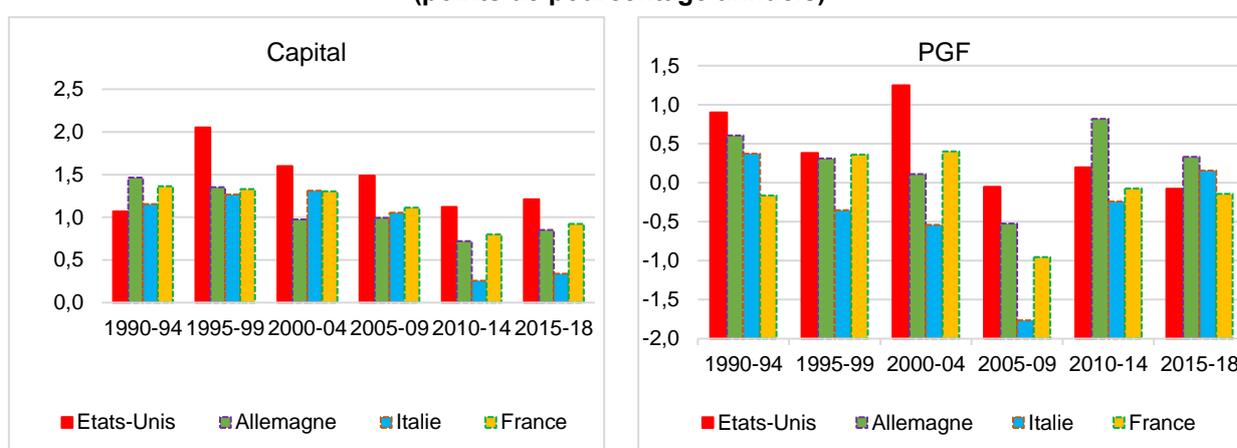
Comme la productivité apparente du travail, la PGF ralentit graduellement sur le long terme. En France, son déclin depuis la crise financière est moins prononcé que celui de la productivité par tête, laquelle reflète en partie une baisse des heures par tête. En outre, dans l'approche retenue, les variations de la contribution du capital apparaissent en miroir dans la PGF. La PGF a ainsi été moins dynamique au sortir de la crise de 2008, lorsque le fort redémarrage de l'investissement a augmenté la contribution du capital.

Les politiques de l'emploi ont enrichi la croissance en emploi depuis 2013. Elles ont donc amoindri la productivité par tête observée ces dernières années, en favorisant l'entrée sur le marché du travail de salariés moins qualifiés, moins productifs en moyenne. Cet effet serait de l'ordre de quelques dixièmes de points sur les gains annuels de productivité depuis 2011 sur le champ des branches marchandes non-agricoles.

Le Conseil national de la Productivité met en avant un ensemble de facteurs expliquant le ralentissement de la productivité commun aux économies avancées : poids grandissant des secteurs à faibles gains de productivité lié à la tertiarisation de l'économie, et baisse de la contribution des technologies de l'information à la croissance. En France, outre ces facteurs communs, il estime que les faibles performances du système éducatif depuis le début des années 2000 pèsent sur les compétences. À cela s'ajoute de mauvaises performances en matière de diffusion des technologies digitales qui freineraient aussi la productivité<sup>10</sup>.

Selon le Conference Board, depuis les années 1990 la baisse de l'accumulation du capital explique ½ point de ralentissement de la productivité en France, un peu plus en Allemagne (¾ point) et en Italie (plus de 1 point) (Graphique 5). Les fluctuations de la productivité globale des facteurs (PGF) affectent, elles aussi, significativement la productivité du travail, mais sans tendance très claire sur longue période, sauf aux États-Unis, où une orientation nette à la baisse apparaît pour la PGF, et en France, où une baisse semble aussi se dessiner depuis la fin des années 1990.

**Graphique 5 : Contribution du capital et de la PGF à la croissance du PIB (points de pourcentage annuels)**



Source : Conference Board et calculs DG Trésor.

Note : Le flux de services fourni par le stock de capital est reconstitué par une méthode d'inventaire permanent à partir des données d'investissement total enregistrées en comptabilité nationale.

En résumé :

- Depuis les années 1990, la productivité du travail ralentit dans les économies avancées.
- Dans les pays émergents et en développement, elle a fortement accéléré jusqu'en 2010, puis elle a ralenti.
- La contribution du capital à la croissance aurait baissé de l'ordre de ½ point en 25 ans en France et en Allemagne, davantage en Italie ou aux États-Unis.
- En France, le ralentissement de l'investissement représenterait environ 2/3 de la perte de croissance du PIB par tête depuis les années 1990.
- Des incertitudes comptables demeurent sur la mesure des taux d'investissement et de leur évolution ; le constat sur la productivité du travail est plus assuré.

<sup>10</sup> Conseil national de la Productivité (2019), *Productivité et compétitivité : où en est la France dans la zone euro ?*

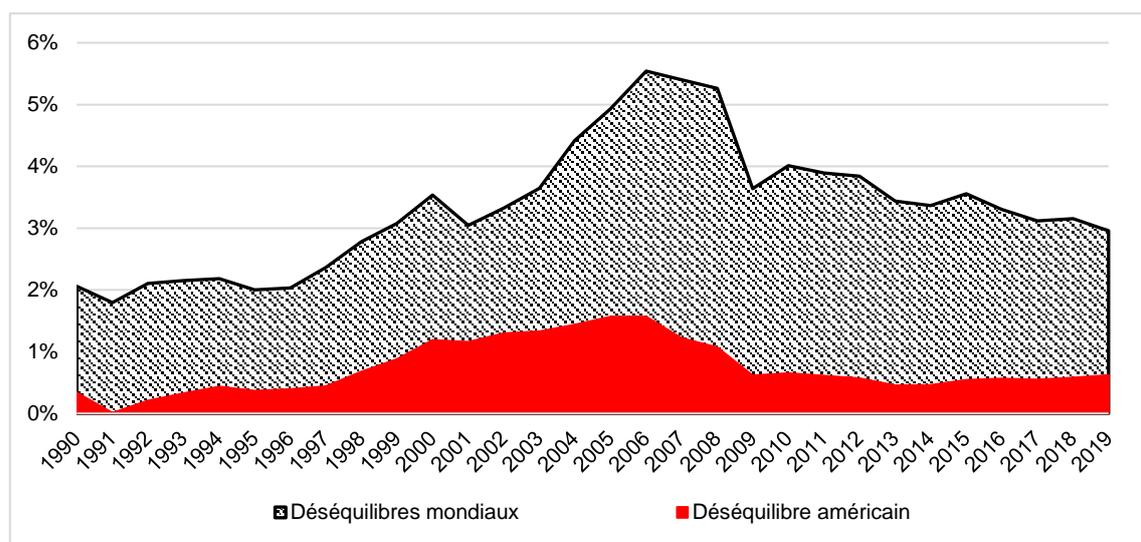
#### 2.1.4. L'allocation du capital entre pays

Les échanges de capitaux entre pays se sont fortement accrus entre 1995 et 2006, de 2 % à 5,5 % du PIB mondial, si on les mesure à partir de la valeur absolue des soldes courants nationaux. Malgré cela, on n'a pas assisté à une allocation plus fluide de l'épargne mondiale vers les investissements productifs les plus rentables<sup>11</sup>.

Malgré la hausse du taux de croissance de la productivité et du taux d'investissement dans les pays émergents et leur baisse dans les pays avancés, les flux nets sont allés des pays émergents vers les pays avancés dans les années 1990 et jusqu'à la crise. Les déséquilibres courants du début des années 2000 étaient ainsi peu cohérents avec les tendances macroéconomiques de long terme, les entrées nettes de capitaux aux États-Unis, représentant à elles seules près de 1½ % du PIB mondial en 2006 alors qu'elles étaient nulles au début des années 1990 (Graphique 6). Elles ont contribué à alimenter la bulle immobilière aux États-Unis et à y maintenir les taux longs à un niveau alors inadapté à la position dans le cycle. Cette portion de la hausse des déséquilibres courants s'est d'ailleurs ensuite contractée rapidement pendant la crise, sans disparaître totalement.

De même, au sein de la zone euro, les flux nets d'épargne investis dans les années 2000 par les pays du nord vers ceux du sud ont été attirés par les bulles immobilières auto-entretenues plutôt que par des écarts de productivité industrielles. Là aussi, l'inadéquation des flux de capitaux et des fondamentaux économiques a fortement contribué à la crise de la zone euro, avec un coût important en termes macroéconomiques.

**Graphique 6 : Déséquilibres courants/PIB mondial (%)**



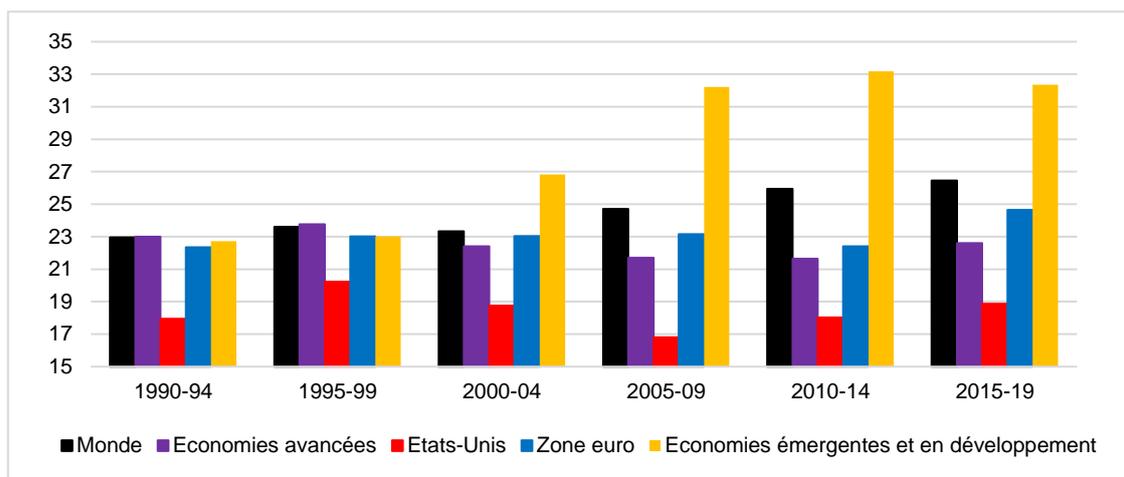
Source : FMI et calculs DG Trésor.

Note : La courbe noire représente la somme des valeurs absolues des balances courantes mondiales divisée par le PIB mondial en dollars courants. La courbe rouge représente la valeur absolue du solde courant américain divisée par le PIB mondial en dollars courants.

<sup>11</sup> Autrement dit, il y a une persistance du paradoxe de Feldstein-Horioka, c'est-à-dire du fait que des écarts entre rendement du capital demeurent entre les pays en dépit des flux financiers internationaux. Feldstein M. et C. Horioka (1980), "Domestic Saving and international Capital Flows", *Economic Journal*, vol. 90 (358), pp. 314-329 Certaines études ont cependant mis en évidence une baisse de la corrélation entre épargne et investissement nationaux. Kumar S. et B. Rao (2011), "A Time-series Approach to the Feldstein-Horioka Puzzle with Panel Data from the OECD Countries", *The World Economy*, vol. 34 (3), pp 473-485.

En tout état de cause, l'ouverture des marchés de capitaux n'a pas conduit à une éviction de l'investissement des pays avancés par un assèchement de leur épargne qui se serait investie dans les pays émergents offrant une plus forte rentabilité. En effet, beaucoup plus que la géographie de la profitabilité et de l'accumulation du capital productif, les déséquilibres mondiaux du début des années 2000 traduisaient les évolutions divergentes des taux d'épargne entre pays, en baisse de 3 points aux États-Unis entre la période 1995-1999 et la période 2005-2009 et en hausse de 10 points dans les économies émergentes, où la hausse de l'épargne dépassait celle de l'investissement (Graphique 7). Là aussi, il s'agit du taux d'épargne au sens macroéconomique, qui inclut l'épargne nette de l'État, qui s'est détériorée avec la crise de 2008 et les relances qui ont été mises en œuvre ensuite, et qui n'inclut pas les dépenses des ménages pour accumulation de capital humain.

**Graphique 7 : Taux d'épargne brute, tous secteurs confondus (%)**

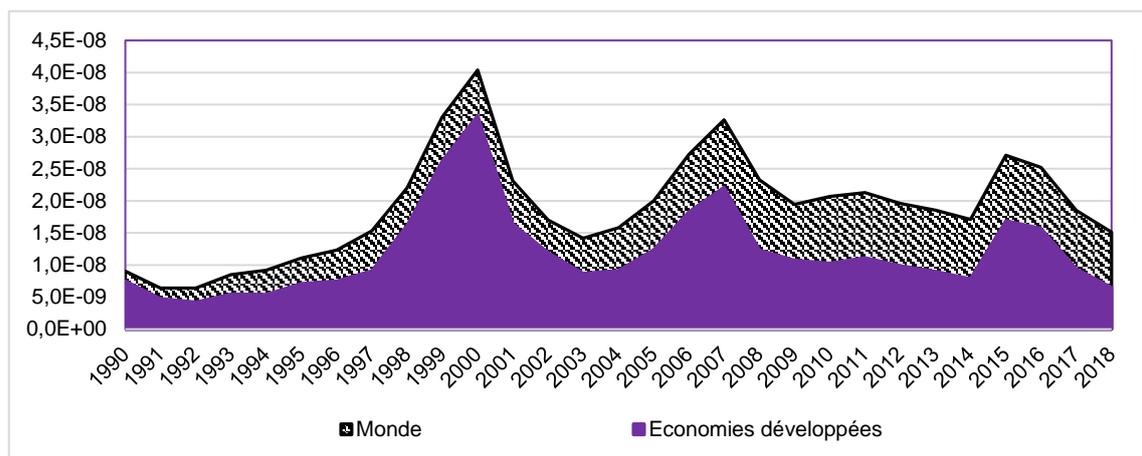


Source : FMI et calculs DG Trésor.

Même sans éviction de l'investissement des pays avancés, l'investissement et la productivité des pays émergents ont bénéficié de la mondialisation financière, c'est-à-dire des échanges croissants de capitaux avec l'étranger et de l'émergence d'acteurs financiers intervenant dans de nombreux pays. Cela a permis aux investisseurs de mettre davantage de sites de production en concurrence, d'orienter les capitaux vers ceux où les rentabilités espérées étaient les plus fortes, en particulier vers les pays émergents, en rattrapage de productivité grâce à leur transition économique vers le capitalisme. Les délocalisations d'entreprises et la fragmentation des chaînes de valeur ajoutées témoignent de l'exploitation de ces possibilités<sup>12</sup>. En témoigne aussi le montant des investissements directs étrangers (IDE) à destination des pays émergents ou en développement, qui, rapporté au PIB mondial a été multiplié par 6 entre 1990 et 2018, et leur part dans le total des IDE, qui est passée de 17 % à 57 %. Les IDE à destination des pays développés ont été nettement plus fluctuants, avec des pics en 1999, 2006 et 2015, suivis de contractions marquées (Graphique 8).

<sup>12</sup> Dollar D. et al. (ed.), *Global Value Chains Development Report 2019*, WTO Print ; Cadestin C. et al. (2019), "Multinational Enterprises in Domestic Value Chains", *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers* n° 63 ; Berthaud F. (2018), "Le Commerce en valeur ajoutée", *Documents de travail de la DG Trésor*, n° 2018/4.

**Graphique 8 : Ratio des IDE entrants au PIB mondial**



Source : CNUCED, Banque mondiale et calculs DG Trésor.

Note : La courbe noire représente la somme des IDE entrants dans tous les pays divisée par le PIB mondial en dollars courants. La courbe violette représente la somme des IDE entrants dans les pays développés divisée par le PIB mondial en dollars courants.

En résumé :

- La libéralisation des flux internationaux de biens et de capitaux a permis l'optimisation des chaînes de valeur ajoutée par les firmes multinationales et via les spécialisations nationales.
- La période de transition suivant l'ouverture a été caractérisée par une forte rentabilité du capital et de forts investissements dans les pays émergents.
- La croissance de l'investissement dans les pays émergents ne s'est pas faite au détriment de l'investissement dans les pays avancés.
- Au contraire, grâce aux flux internationaux de capitaux, les pays avancés ont pu investir un peu plus que ne l'aurait permis la chute de leur taux d'épargne.
- Les entrées nettes de capitaux dans les pays avancés ont été accompagnées de mauvais choix d'allocation à l'origine de la crise des *subprimes* américains et de la zone euro.

#### 2.1.5. L'allocation du capital entre les entreprises

Au-delà de la quantité de capital disponible dans un pays, le service rendu par ce capital et les évolutions de la productivité dépendent de la manière dont il est alloué entre secteurs et entre firmes et de sa composition, qui peut être plus ou moins tournée vers l'innovation. Ces deux aspects qualitatifs jouent un rôle important, enregistré comme contribution à la PGF (avec d'inévitables problèmes de comparabilité entre études, étant donné la variété des définitions de la PGF). Aux États-Unis entre 1997 et 2015, la réallocation du capital vers les entreprises les plus profitables aurait contribué pour moitié à la croissance de la PGF<sup>13</sup>. Selon une étude plus ancienne, la réallocation intersectorielle du capital représenterait de l'ordre de 10 % de la contribution totale du capital à certaines périodes<sup>14</sup>.

Inversement, une mauvaise allocation du capital entre secteurs et entre entreprises offrant des rendements très différents peut être à l'origine de perte importante de productivité, que ce soit dû à des réglementations faisant obstacle à la réallocation, à des asymétries d'information, ou à un mauvais fonctionnement du marché du crédit et des marchés financiers plus généralement<sup>15</sup>. Le coût en productivité de la mauvaise

<sup>13</sup> Baqaee D. et E. Farhi (2020), "Productivity and Misallocation in General Equilibrium", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135 (1), pp. 105-163.

<sup>14</sup> Jorgenson D. (1988), "Productivity and Postwar US Economic Growth", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2 (4), pp. 23-42.

<sup>15</sup> Banerjee A. et E. Duflo (2005), "Growth Theory through the Lens of Development Economics", *Handbook of Economic Growth*, vol. 1, pp. 473-552.

allocation des ressources a été évalué entre 30 % et 60 % en Chine et en Inde au début des années 2000<sup>16</sup>.

Les méthodes de comptabilité de la croissance ne permettent pas pour l'instant de mettre en évidence une tendance de long terme dans l'efficacité de l'allocation du capital, qui contribuerait aux évolutions de la PGF sur très longue période. C'est en partie dû au fait que ces analyses exigent des données fines au niveau des secteurs ou des entreprises, qui ne sont pas disponibles depuis longtemps<sup>17</sup>. La difficulté à mettre en évidence des tendances de long terme peut aussi être due au fait que les deux déterminants de l'efficacité allocative du capital généralement envisagés, à savoir le bon fonctionnement des marchés de capitaux, d'une part, et la qualité des réglementations sur le marché du travail et les marchés de produits, de l'autre, ont sans doute évolué en sens inverse depuis 15 ans.

La crise de 2008 et les mesures de politiques monétaires qui l'ont suivie ont affecté le fonctionnement des marchés de capitaux, en asséchant le crédit et en réduisant les prises de risque dans un premier temps, puis en permettant ensuite de maintenir en activité des entreprises « zombies » à faible productivité<sup>18</sup>. Ainsi depuis la crise et dans différents pays, on constate en général une baisse de l'efficacité dans l'allocation du capital, parfois suivie d'un rebond, mais à un niveau inférieur à ce qu'il était auparavant, et ce malgré la baisse des contraintes de crédit et le développement d'instruments nouveaux (capital risque, *private equity*,...) qui sont venu compléter le marché (*cf. infra*)<sup>19</sup>.

Par ailleurs, les réglementations des marchés de produits, qui contraignent les entrées ou ralentissent les sorties dans certains secteurs, et les règles sur le marché du travail, qui peuvent limiter la réallocation du capital si celle du travail est trop coûteuse, importent aussi pour l'efficacité allocative<sup>20</sup>. Les améliorations en matière de régulation dans ces deux domaines devraient donc avoir eu un effet significatif sur la productivité, en particulier via une meilleure allocation du capital<sup>21</sup>. Ainsi, l'OCDE estimait en 2015 que, en moyenne dans les pays membres, les réformes structurelles menées durant les 10 années précédentes avaient amélioré le niveau de la productivité du travail de 4 points, auxquels venait s'ajouter 1 point de croissance du PIB par tête due à une meilleure mobilisation du facteur travail<sup>22</sup>. C'est un effet en niveau considérable, qui se traduit par ½ point de croissance supplémentaire par an en moyenne, même s'il est difficile de relier facilement le calendrier des réformes (accélération dans beaucoup de pays au moment de la crise, puis ralentissement) à celui des performances en matière de productivité, étant donné les délais relativement longs entre la mise en œuvre de mesures nouvelles et la réallocation effective du capital qu'elles permettent.

L'effet net de la détérioration du fonctionnement du secteur financier et de l'amélioration simultanée sur les autres marchés serait cependant négatif. En dépit des difficultés méthodologiques, les études dont on dispose sur la période récente indiquent en effet pour la plupart une diminution de l'efficacité dans l'allocation du capital, qui participerait à la baisse de PGF constatée en particulier aux États-Unis<sup>23</sup>, en France (Encadré 2) et en Italie<sup>24</sup>.

---

<sup>16</sup> Hsieh C. et P. Klenow (2009), "Misallocation and Manufacturing TFP in China and India", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 124 (4), pp. 1403-1448.

<sup>17</sup> Des études sur données microéconomiques sont disponibles sur la période récente (*cf. infra*), par exemple David C., R. Faquet et C. Rachiq (2020), "Contribution de la destruction créatrice aux gains de productivité en France", *Trésor-Éco*, n° 273.

<sup>18</sup> Adalet McGowan M., D. Andrews et V. Millot (2017), "The Walking Dead?: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1372.

<sup>19</sup> Corrado C., J. Haskel et C. Jona-Lasinio (2019), "Productivity growth, capital reallocation and the financial crisis: Evidence from Europe and the US", *Journal of Macroeconomics*, vol 61 (C), pp. 1-30.

<sup>20</sup> Arnold J., G. Nicoletti et S. Scarpetta (2008), "Regulation, allocative efficiency and productivity in OECD countries: Industry and firm-level evidence", *OECD Economics Department Working Paper*, n° 616.

<sup>21</sup> Uras B. et P. Wang (2017) "Production Flexibility, Misallocation and Total Factor Productivity", *NBER Working Paper*, n° 23970.

<sup>22</sup> OECD (2019), *Going for Growth 2015*, chap. 4.

<sup>23</sup> Aghion P. (2019), "Missing growth from creative destruction", *American Economic Review*, vol. 109 (8), pp. 2795-2822.

<sup>24</sup> Mrabet H. (2016), "Comment expliquer la faiblesse de la productivité en Italie", *Trésor-Éco*, n° 170.

## Encadré 2 : Allocation du capital et ralentissement de la productivité en France

Il est possible d'enrichir la fonction de production usuelle afin d'identifier la contribution de l'allocation du capital au ralentissement de la productivité du travail. Ceci permet de distinguer le rôle des variations des quantités totales de facteurs, celui de la réallocation des facteurs de production et une « PGF exogène » définie comme résidu de cet exercice.

L'Insee a fait cette distinction sur le champ des branches marchandes non-agricoles en France depuis 1990 et conclut que, en prenant en compte les dynamiques de réallocation, le ralentissement de la productivité du travail constaté depuis la crise ne provient que pour à peine moitié du ralentissement de la PGF « exogène », et pour autant de l'absence de réallocation efficace du capital post-crise<sup>25</sup>.

Cette moins bonne allocation du capital entre les branches ou entre les entreprises affecterait le processus de destruction créatrice et pèserait sur la croissance du PIB. Cela pourrait relever d'un phénomène de firmes « zombies » (peu productives et dégradées financièrement, mais accaparant une partie des facteurs de production), qui survivraient sous l'effet d'une politique monétaire accommodante et de mesures de soutien aux entreprises<sup>26</sup>.

En résumé :

- La bonne allocation du capital entre les entreprises et sa qualité contribuent à la croissance de la productivité à peu près autant que sa quantité.
- L'efficacité allocative du capital dépend du fonctionnement des marchés financiers, mais aussi des marchés de produits et de celui du travail.
- L'efficacité dans l'allocation du capital semble baisser dans plusieurs pays.
- La baisse de la PGF constatée en France depuis les années 1990 serait due pour moitié à une moins bonne allocation du capital.

### 2.1.6. La qualité du capital (physique et humain) et l'innovation

En plus de sa quantité et de sa bonne allocation, la qualité du capital joue sur sa productivité. En particulier, l'orientation de l'investissement vers les nouvelles technologies de l'information et de la communication (TIC), vers la recherche ou vers l'innovation joue sur le niveau et la croissance de la PGF. Sur longue période (entre la fin de la guerre et les années 1980), l'amélioration de la qualité du stock de capital aurait été responsable d'environ 40 % de la contribution du capital aux gains de productivité américains<sup>27</sup>. De même, selon l'Insee, la qualité du capital aurait crû de 0,4 % par an entre 1979 et 2010, à comparer aux 2,5 % de croissance annuelle de sa quantité<sup>28</sup>.

Entre 1970 et 2000 dans les pays anglo-saxons, le ratio du stock de capital TIC au PIB a crû continûment, passant de 4 % à 12 % du PIB aux États-Unis. En zone euro, la croissance a été plus tardive et plus faible, de 4 % du PIB en 1990 à 8 % en 2010. Ainsi entre 1995 et 2004, la diffusion des TIC aurait contribué pour

<sup>25</sup> Beatriz M., A. Marrakchi et S. De Waroquier de Puel Parlan (2018), "Ralentissement de la productivité du travail et prévision de l'emploi en France", *Note de Conjoncture de l'Insee (juin 2018)*, pp. 23-43. Il convient de noter que la littérature met surtout en évidence le fait que les facteurs (capital et travail) ne se réallouent pas suffisamment vite des entreprises les moins productives vers les entreprises les plus productives. Il est difficile de séparer ce qui est dû aux rigidités sur le marché du travail et ce qui est dû à une mauvaise allocation du capital.

<sup>26</sup> Le sens dans lequel la politique monétaire pourrait affecter la productivité est cependant controversé, certains arguant que des phénomènes d'hystérèse du stock de capital par tête pourraient parfois dominer l'effet de soutien aux firmes zombies. Jorda O., S. Singh et A. Taylor (2019), "The long-run effects of monetary policy", *Federal Reserve Bank of San Francisco Meeting Papers*, n° 1319.

<sup>27</sup> Jorgenson D. (1988), "Productivity and Postwar US Economic Growth", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2 (4), pp. 23-41.

<sup>28</sup> Cabannes P.Y., A. Montaut et P.-A. Pionnier (2013), "Évaluer la productivité globale des facteurs : l'apport d'une mesure de la qualité du capital et du travail", *L'Économie française (édition 2013)*, Insee Référence, pp. 69-82.

0,5 point à la croissance de la productivité aux États-Unis, et 0,25 point en zone euro<sup>29</sup>.

Mais la diffusion des TIC a ralenti depuis 2000 aux États-Unis et depuis 2010 en zone euro, ce qui contribue mécaniquement à un ralentissement de la productivité<sup>30</sup>. Différentes explications peuvent être avancées à l'extinction de cette source de croissance. Il pourrait d'abord s'agir d'un simple effet de saturation, auquel cas la croissance apportée par la diffusion des TIC jusqu'à leur niveau désiré dans le stock de capital aurait été de nature transitoire. Mais cette explication, plausible aux États-Unis, l'est moins en Europe étant donné l'écart de taux d'équipement, même si le niveau de saturation en TIC dépend sans doute de la qualification de la main d'œuvre, plus faible en Europe qu'aux États-Unis, et particulièrement en France, que ce soit en termes d'éducation ou de management<sup>31</sup>.

La cause du ralentissement de l'investissement en TIC peut aussi être cherchée au sein même du capitalisme. Il se peut que les nouvelles technologies aient progressivement permis une augmentation de la concentration, et une baisse de la concurrence et de l'incitation à innover<sup>32</sup>. Il se peut aussi que la crise ou les mesures de régulation du secteur financier prises à sa suite aient détérioré les conditions relatives de financement du capital risqué, et réorienté ainsi l'investissement des TIC vers les non-TIC.

En résumé :

- La chute de la diffusion de l'innovation dans les entreprises explique une part importante de la baisse de la productivité sur la période la plus récente.
- Cette chute peut être en partie liée à une baisse de la concurrence entre entreprises ou au fonctionnement du secteur financier.
- En France, le taux d'équipement en TIC semble contraint plus qu'ailleurs par le niveau de qualification de la main d'œuvre.

## 2.2 Une croissance des inégalités ?

On peut approcher les inégalités et leurs évolutions de multiples manières : en se concentrant sur la richesse ou sur le revenu ; entre ménages ou entre individus (avec des écarts dépendant des structures familiales et de leur évolution) ; à un moment donné ou sur le cycle de vie (avec des écarts dépendant des trajectoires de revenu et des taux de remplacement à la retraite) ; sur tous les revenus de marché ou sur les seuls salaires (avec des écarts dépendant de la distribution des revenus du capital) ; sur les revenus de marché ou sur le revenu disponible (avec des écarts dépendant du système redistributif) ; en tenant compte ou non des prestations reçues en nature (avec des écarts dépendant de la tarification de l'éducation, de la santé, etc.) ; en tenant compte ou non des loyers fictifs perçus par les propriétaires occupant leur logement ; en tenant compte ou non des prix différents auxquels font face différentes catégories d'agents ; en tenant compte ou non des territoires auxquels appartiennent les individus considérés,... À cette multiplicité des inégalités qu'on peut chercher à mesurer s'ajoute la multiplicité des indicateurs qu'on peut choisir pour en rendre compte (indice de Gini, évolution de percentiles de revenus à choisir, ratio de revenu entre percentiles à choisir, part des revenus de percentiles à choisir dans le revenu total, ...). Tous ces choix sont contraints par les données disponibles dans les pays et sur les périodes étudiés.

<sup>29</sup> Conseil National de la Productivité (2019), *Rapport annuel* ; Cette G., Clerc C. et Bresson L. (2015), "Contribution of ICT diffusion to labour productivity growth: The United States, Canada, the Eurozone, and the United Kingdom, 1970-2013", *International Productivity Monitor, Centre for the Study of Living Standards*, vol. 28, pp. 81-88.

<sup>30</sup> Cette G. et Jullien de Pommerol O. (2018), "Dromadaire ou chameau ? À propos de la troisième révolution industrielle", *Futuribles*, n° 422, pp. 5-17.

<sup>31</sup> Algan Y. Huillery E. et Prost C. (2018), "Confiance, coopération et autonomie : pour une école du XXI<sup>e</sup> siècle", Notes du Conseil d'Analyse économique, n° 48 ; McGowan M. et Andrews D. (2015), "Labour Mismatch and Labour Productivity: Evidence from PIAAC Data", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1209 ; Conseil national de la Productivité (2019), *Productivité et compétitivité : où en est la France dans la zone euro ?*

<sup>32</sup> Gutiérrez G. et Philippon T. (2018), "How EU Markets Became More Competitive than US Markets: A Study of Institutional Drift", *NBER Working papers*, n° 24700.

De plus, bien qu'elles constituent un sujet de préoccupation croissante, les inégalités territoriales ne sont pas directement captées par les indicateurs agrégés d'inégalité entre individus. La situation des territoires au sein d'un pays peut en effet se polariser sans que se polarise celle des individus au sein de la nation, et de toute façon beaucoup des caractéristiques territoriales ne sont pas enregistrées par les données sur les revenus ou les patrimoines. Par exemple, l'accessibilité des services, la qualité de l'environnement ou le niveau de sécurité, qui jouent des rôles importants dans la qualité de la vie des individus doivent être mesurés par d'autres moyens que les indicateurs habituels. Il y a cependant peu de doute que les inégalités territoriales proviennent en premier lieu de la répartition des activités et donc de l'allocation territoriale du capital, modifiée par la spécialisation internationale du secteur productif provoquée par la mondialisation, mais sans doute aussi par le progrès technique qui fait apparaître des économies d'agglomération dans la production comme dans la consommation<sup>33</sup>. À ces inégalités entre les potentiels d'offre de chaque territoire peuvent se superposer des inégalités exogènes de demande résultant, par exemple, des déplacements géographiques des individus lorsqu'ils prennent leur retraite.

Les inégalités territoriales trouvent un reflet dans les inégalités de richesse immobilière et foncière. Les prix immobiliers au mètre-carré varient du simple au plus du décuple sur le territoire. Surtout, la hausse des prix dans les zones les plus recherchées implique une hausse des inégalités de revenu disponible après logement entre les ménages propriétaires et locataires de leur résidence principale. Ces écarts sont mal pris en compte dans les indicateurs d'inégalités de revenu, malgré les efforts parfois faits pour inclure dans les revenus les loyers fictifs des propriétaires occupants ou leurs plus-values immobilières latentes.

La multiplicité des angles adoptés pour aborder le problème des inégalités alimente un débat académique et politique fourni dont il ne s'agit pas ici de rendre compte. On se contentera de donner les éléments qui paraissent les plus certains concernant l'évolution du partage de la valeur ajoutée entre capitalistes et travailleurs, celle de la distribution des revenus, et celle de la fiscalité, en particulier du capital.

### 2.2.1 Le partage de la valeur ajoutée entre le capital et le travail

Après avoir été très stable pendant des décennies, la part de la rémunération du travail dans la valeur ajoutée a diminué significativement dans la plupart des pays développés au cours des années 1980 et au début des années 1990, perdant de l'ordre de 3 points. Une perte du même ordre, sinon plus importante, a été observée aussi dans les économies émergentes au début des années 2000<sup>34</sup>.

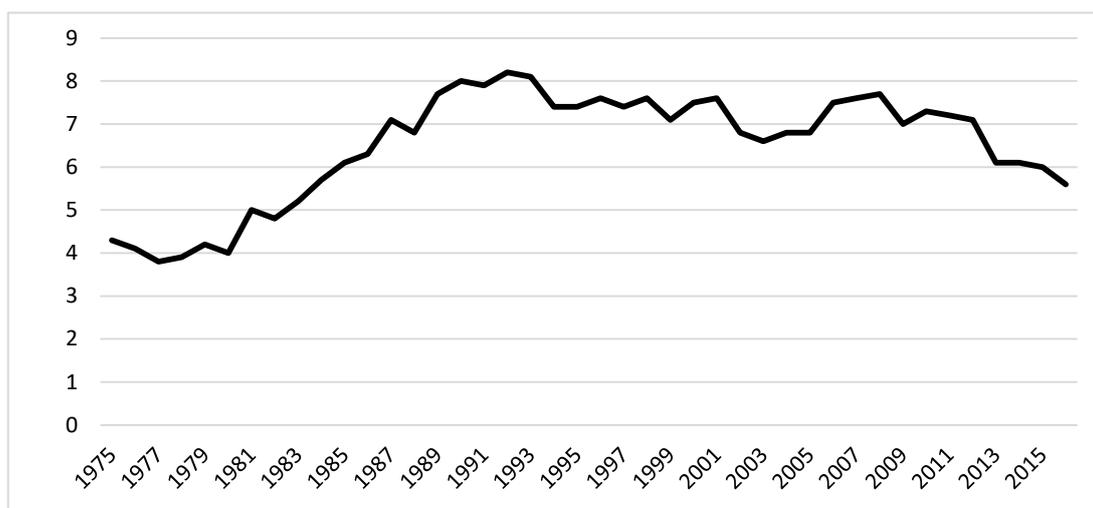
À partir des années 1990, les évolutions dans les grands pays de l'OCDE sont devenues plus contrastées. En France, la part du travail dans la valeur ajoutée est restée quasi-stable ; au Royaume-Uni, elle a augmenté ; aux États-Unis et certains autres grands pays, elle a diminué<sup>35</sup>. En miroir, le taux de marge (c'est-à-dire la part de la rémunération du capital dans la valeur ajoutée de l'économie totale) a augmenté aux États-Unis, mais pas en France ni au Royaume-Uni. De même, la part des revenus financiers dans les revenus totaux des ménages a reflété celle du travail dans la valeur ajoutée, c'est-à-dire qu'elle a fortement augmenté dans les années 1980 avant de se stabiliser ensuite en France jusqu'à la crise de 2008, puis de suivre depuis lors une tendance légèrement baissière (Graphique 9).

<sup>33</sup> Faquet R., L. Le Saux et C. Rachiq (2019), "Spécialisation productive de l'économie française", *Trésor-Éco*, n° 248 ; Goos M., A. Manning et A. Salomons (2014), "Explaining Job Polarization : Routine-Biased Technological Change and Offshoring", *American Economic Review*, vol. 104 (8), pp. 2509-2526 ; Autor D., D. Dorn et G. Hanson (2015), "Untangling Trade and Technology: Evidence from Local Labor Markets", *Economic Journal*, vol. 125, pp. 621-646.

<sup>34</sup> Piketty T. (2013), *Le Capital au XXI<sup>ème</sup> siècle* ; Dao M. et al. (2017), "Understanding the Downward Trend in Labor Income Shares", *IMF World Economic Outlook (April 2017)*, pp. 121-172.

<sup>35</sup> De Waziers D., C. Kerdrain et Y. Osman (2019), "L'évolution de la part du travail dans la valeur ajoutée dans les pays avancés", *Trésor-Éco*, n° 234 ; Stéphan G. (2018), "La déformation du partage de la valeur ajoutée aux États-Unis", *Trésor-Éco*, n° 216.

**Graphique 9 : Part des revenus financiers dans le revenu disponible brut des ménages français (%)**

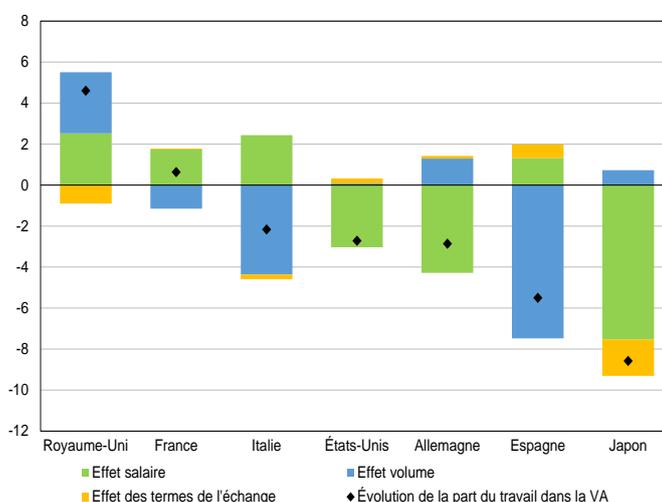


Source : Insee.

Note : Concepts de la comptabilité nationale.

Dans chaque pays, on peut décomposer les variations de la part du travail dans la valeur ajoutée depuis les années 1990, en distinguant ce qui provient d'une modification de la structure de l'appareil productif liée à un renforcement de l'intensité capitaliste (effet volume) et ce qui provient de l'évolution de la rémunération des salariés (effet salaire). S'y ajoute une part due à l'évolution des termes de l'échange, qui retrace les variations relatives des prix de production et des prix de la demande intérieure (Graphique 10).

**Graphique 10 : Variation de la part de la rémunération du travail dans la VA entre 1994 et 2015 (en points)**



Source : Ameco (automne 2017) et calculs DG Trésor.

Note : Le champ est l'économie totale.

Le partage de la valeur ajoutée depuis le milieu des années 1990 traduit des phénomènes différents selon les pays :

- En France, la stabilité de la part du travail dans la valeur ajoutée reflète une progression des salaires réels supérieure au surplus total, compensée par une hausse de l'intensité capitaliste (effet volume négatif, mais effet salaire positif).
- En Espagne et en Italie, le très fort ajustement du marché du travail en réponse à la crise et la

hausse correspondante de l'intensité capitaliste se sont traduits par une baisse de la part des salaires.

- Aux États-Unis, mais aussi en Allemagne et au Japon, ce sont les gains de compétitivité obtenus par une croissance des salaires réels inférieure à celle du progrès technique, qui sont responsables de la contraction de la part des salaires.
- Le Royaume-Uni fait figure d'exception, puisque la part du travail y a progressé depuis 25 ans, grâce au dynamisme des salaires, en particulier sur la période 1995-2001, en lien avec la baisse du chômage et des tensions sur le marché du travail.

Plusieurs explications ont été avancées pour expliquer les pressions à la baisse de la part du travail dans beaucoup d'économies avancées, parmi lesquelles : la substitution de capital au travail, en particulier via l'automatisation de certaines tâches<sup>36</sup>, peut-être favorisée par la baisse du prix relatif du capital<sup>37</sup> ; l'apparition de rendements croissants, dus à des effets de réseaux ou aux évolutions technologiques, et l'émergence de firmes « superstar » dégagant des rentes importantes grâce à leur pouvoir de marché<sup>38</sup> ; la baisse du pouvoir de négociation des salariés, à la suite de réformes menées depuis la fin des années 1980 sur les marchés du travail et des biens<sup>39</sup> ; ou la mondialisation, qui a conduit à une délocalisation des activités les plus intensives en facteur travail<sup>40</sup>.

Toutes ces explications ont à voir avec le fonctionnement général du capitalisme. Par exemple, la mondialisation pousse les pays développés à se spécialiser dans les secteurs intensifs en travail qualifié, plus abondant que dans les pays émergents, et donc à accroître la demande de travailleurs qualifiés et réduire la demande de travailleurs non-qualifiés<sup>41</sup>. Ce phénomène exerce une pression négative sur la part du travail dans la valeur ajoutée dans la plupart des pays avancés, y compris la France, même s'il est parfois compensé par d'autres facteurs, tels que les tensions sur le marché du travail, dans certains pays<sup>42</sup>.

Des travaux récents, en s'efforçant de surmonter certaines difficultés statistiques, telles que l'affectation entre facteurs des revenus du travail indépendant ou de ceux de l'immobilier résidentiel (souvent considéré comme du capital, bien qu'il ne relève pas à proprement parler du capital productif), concluent que le déclin de la part du travail dans la valeur ajoutée ne s'observe de manière certaine qu'aux États-Unis<sup>43</sup>. Ceci amène à relativiser l'importance des pressions structurelles globales sur la part du travail, et à attribuer plutôt sa baisse à des caractéristiques états-uniennes, telles qu'une baisse de la concurrence, résultant d'une hausse des barrières à l'entrée et d'un affaiblissement de l'application du droit de la concurrence<sup>44</sup>.

<sup>36</sup> Acemoglu D. et P. Restrepo (2018), "The race between man and machine: Implications of technology for growth, factor shares, and employment", *American Economic Review*, vol. 108 (6), pp. 1488-1542.

<sup>37</sup> Pak M., P.-A. Pionnier et C. Schwellnus (2019), "Evolution de la part du travail dans les pays de l'OCDE au cours des deux dernières décennies", *Economie et Statistique*, n° 510-511-512, pp. 17-34 ; Karabarbounis L. et B. Neiman (2014), "Global decline of the labor share", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 129 (1), pp. 879-907.

<sup>38</sup> Autor, *et al.* (2020), "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135 (2), pp. 645-709. Ce mécanisme pourrait aussi avoir opéré en France, où la réallocation intra-sectorielle a un effet baissier sur la part du travail agrégée, mais est compensé par un effet *within* plus important. Lashkari, D. A. Bauer et J. Boussard (2020), "Information Technology and Returns to Scale", *Documents de travail de l'Insee*, n° G2020/14.

<sup>39</sup> Blanchard O. et F. Giavazzi (2003), "Macroeconomic effects of regulation and deregulation in goods and labor markets", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118 (3), pp. 879-907 ; Askenazy P., G. Cette et P. Maarek (2018), "Rent- Sharing and Workers' Bargaining Power: An Empirical Cross- Country/Cross- Industry Panel Analysis", *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 120 (2), pp. 331-337.

<sup>40</sup> Elsby M. W., B. Hobijn et A. Şahin (2013), "The Decline of the US Labor Share", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 44 (2), pp. 1-63.

<sup>41</sup> Heckscher E. et B. Ohlin (1991), *Heckscher-Ohlin Trade Theory*, MIT Press.

<sup>42</sup> Panon L. (2020), "Labor Share, Foreign Demand and Superstar Exporters", *Sciences Po Economics Discussion Papers*, n° 2020-12.

<sup>43</sup> Cette G., L. Koehl et T. Philippon (2019), "Labor Shares in Some Advanced Economies", *NBER Working Paper*, n° 26136 ; Gutierrez G. et S. Piton (2019), "Revisiting the Global Decline of the (Non-Housing) Labor Share", *Bank of England Staff Working Paper*, n° 811.

<sup>44</sup> Gutiérrez G. et T. Philippon (2018), "How EU markets became more competitive than US markets: A study of institutional drift", *NBER Working Paper*, n° 24700.

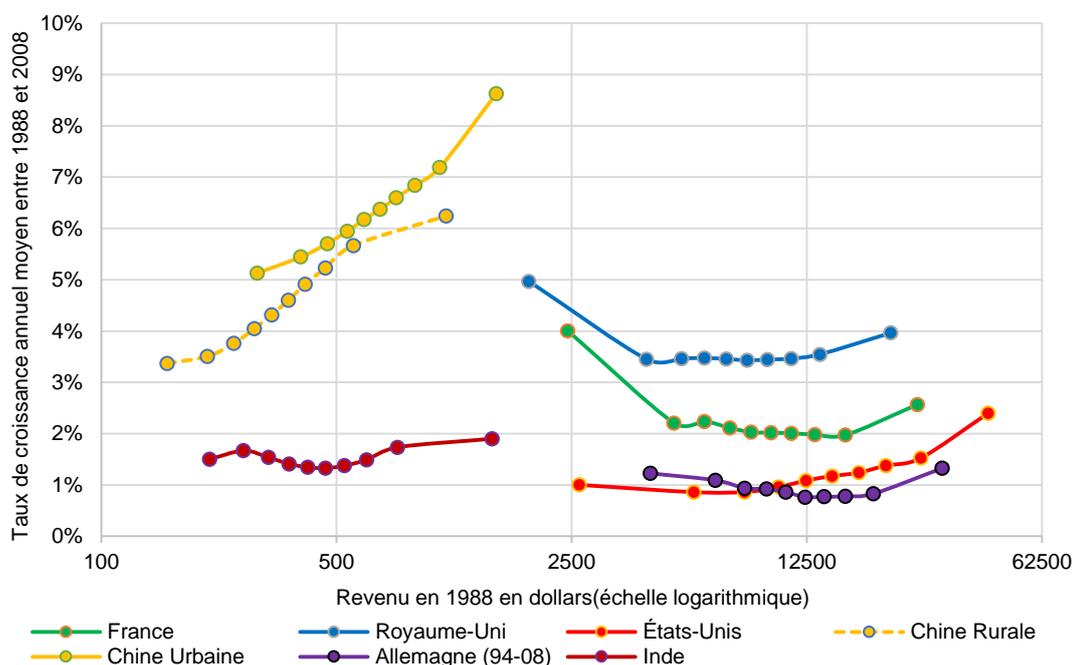
En résumé :

- Après une chute dans les années 1980, commune à beaucoup de pays, avancés et émergents, la part du travail dans la valeur ajoutée s'est stabilisée en France depuis 25 ans.
- Aux États-Unis la part du travail a continué de baisser, au Royaume-Uni elle a remonté.
- Le constat est moins clair dans les autres économies avancées.
- L'évolution de la spécialisation productive pèse sur la part du travail dans la plupart des pays développés, y compris en France, mais cela peut être compensé par d'autres phénomènes.
- En tout état de cause, l'évolution de la part du capital dans la valeur ajoutée dépend des conditions nationales de fonctionnement du capitalisme.

### 2.2.2 La distribution des revenus

Au niveau mondial, la croissance économique dans les pays émergents et en développement a entraîné une réduction de la pauvreté et des inégalités entre pays. La distribution des gains de croissance entre monde développé et monde en développement s'est traduite par l'apparition d'une « classe moyenne mondiale » dans les pays émergents, alors que les classes moyennes-basses des pays avancés ont perdu en termes de revenu relatif (Graphique 11)<sup>45</sup>.

**Graphique 11 : Taux de croissance annuel moyen sur 20 ans (1988-2008) des revenus par tête en fonction des déciles de revenu en 1988**



Source : Base de données World Panel Income Distribution de Lakner et Milanovic.

Note : Les revenus sont déflatés de l'inflation nationale et présentés en pouvoir d'achat 2005.

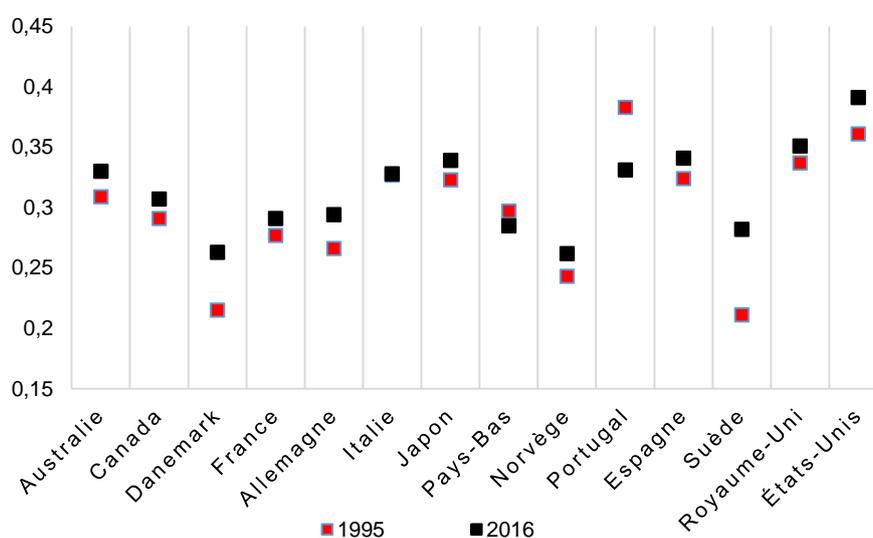
Lecture : Pour la courbe de chaque pays, le point le plus à gauche correspond au 1<sup>er</sup> décile et le point le plus à droite au 10<sup>ème</sup> décile. En France en 1988 les personnes du premier décile de revenu avaient un revenu moyen de 2437 dollars en PPA 2005, et leur revenu a crû en moyenne de 4 % par an entre 1988 et 2008.

<sup>45</sup> Cohen V., L. Rabier et L. Shimi (2017), "Mondialisation, croissance et inégalités : implications pour la politique économique", *Trésor-Éco*, n° 210 ; Milanovic B. (2016), *Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization*, The Belknap Press.

Ces développements ont été accompagnés d'une très forte progression des revenus au sommet de la distribution mondiale, et conséquemment d'une forte concentration de la richesse. Entre 1980 et 2017, le revenu perçu par le millième le plus riche de la population mondiale a connu une augmentation qui représente plus de 20 % de l'augmentation du revenu global, et la hausse du patrimoine détenu par le millième le plus riche a été près de deux fois plus forte que celle du patrimoine moyen par adulte<sup>46</sup>.

Dans les pays avancés, les inégalités, mesurées par l'indice de Gini du revenu disponible se sont creusées dans la plupart des pays depuis le milieu des années 1990 (Graphique 12). Alors que dans les années 1980, dans les pays de l'OCDE, le revenu disponible des 10 % les mieux payés était en moyenne 7 fois plus élevé que celui des 10 % les moins payés, ce ratio a augmenté jusqu'à 9,5 dans les années 2010. Et en matière d'inégalités primaires (avant impôts et prestations sociales), les 1 % les plus riches ont capté 58 % de la croissance des revenus réels entre le milieu des années 1980 et le milieu des années 2000 dans les pays de l'OCDE.

**Graphique 12 : Indice de Gini de revenu disponible en 1995 et 2016**



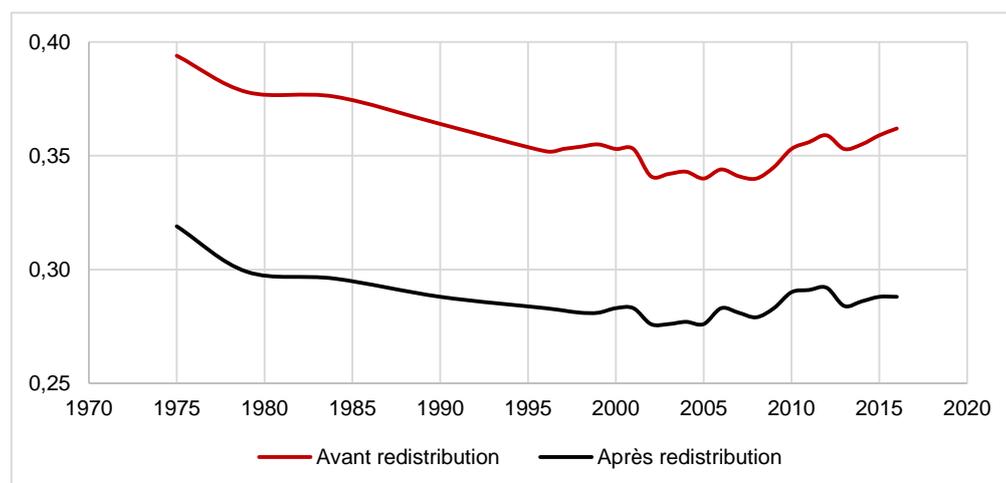
Source : OCDE.

Si la France se caractérise par une croissance relativement faible des inégalités de revenu ainsi mesurées, elle n'y échappe pas totalement. Les inégalités de niveaux de vie avant redistribution, mesurées par l'indice de Gini du niveau de vie des ménages hors revenus financiers (incluant donc les revenus salariaux et les prestations), ont fortement diminué entre les années 1970 et le début des années 2000, avant de se stabiliser, mais elles ont ensuite réaugmenté significativement depuis la crise (Graphique 13)<sup>47</sup>.

<sup>46</sup> World Inequality Report 2018.

<sup>47</sup> Quant aux inégalités de patrimoine, elles ont baissé en France tout au long du vingtième siècle, et tout particulièrement pendant les années 1960, pour se stabiliser pendant les années 1980 et remonter ensuite significativement au cours des années 1990, en partie sous l'effet de la hausse des prix immobiliers (World Inequality Database).

**Graphique 13 : Indice de Gini des inégalités de niveau de vie, hors revenus financiers, avant et après redistribution entre 1975 et 2016 en France (en niveau)**



Source : Insee (2019), *Portrait social de la France*.

Plus précisément, en France, la forte baisse des inégalités de revenus de marché (avant redistribution) au cours des décennies précédant la crise financière avait permis de faire baisser les inégalités de revenus disponibles tout en atténuant l'ambition des politiques redistributives. La crise a inversé ces tendances. Les inégalités de revenus de marché se sont à nouveau accrues significativement, mais dans le même temps on constate un renforcement des politiques redistributives, limitant ainsi la croissance des inégalités de revenus disponibles, sans pour autant la compenser totalement<sup>48</sup>. Finalement, la France se retrouve aujourd'hui avec à la fois un niveau d'inégalité et un niveau de redistribution comparables à ceux du début des années 1990 et supérieurs à ce qu'ils furent dans les années 2000.

La responsabilité du capitalisme dans l'évolution des inégalités de revenu avant redistribution n'est guère discutable, étant donné que c'est au capitalisme qu'on doit désormais la formation et la distribution de la plus grande partie du revenu primaire, que les revenus du capital qui constituent la plus grande partie des revenus de marché des plus riches, et que la finance concentre une grosse partie des salaires les plus élevés<sup>49</sup>. Plus débattues sont les raisons pour lesquelles ces revenus de marchés ont tendance à être de plus en plus inégaux dans beaucoup de pays avancés depuis les années 1990.

Le progrès technologique et la mondialisation seraient les principaux facteurs explicatifs. Selon les modèles de commerce international, la spécialisation induite par l'ouverture aux échanges devrait en effet creuser les inégalités de salaires dans les pays avancés, puisque la demande de travail qualifié (le facteur le plus abondant, comparativement aux autres pays) devrait y augmenter alors que celle de travail moins qualifié baisserait. Le progrès technique renforcerait ce phénomène au moins transitoirement, dans la mesure où les transformations de l'emploi engendrées par les innovations des dernières décennies paraissent particulièrement biaisées en faveur du travail qualifié<sup>50</sup>. Empiriquement, il est difficile d'estimer la part relative de ces deux causes dans la hausse des inégalités, mais de nombreuses études indiquent une prépondérance du progrès technique. Enfin, mondialisation et technologie pourraient engendrer des déformations du partage de la valeur ajoutée, en particulier une diminution de la part du travail au profit du capital, alimentant de la sorte les inégalités de revenu primaire.

<sup>48</sup> La compensation totale d'une hausse des inégalités de marché par des transferts de plus en plus élevés n'est pas soutenable.

<sup>49</sup> Aux États-Unis, d'autres professions, souvent réglementées (médecins, juristes, sportifs,...) concentrent une grande partie des plus hauts revenus du travail. Beaucoup de ces revenus peuvent être considérés comme des rentes rémunérant un capital individuel spécifique (talent, diplôme, habilitation,...) plus que comme un prix fixé par un marché concurrentiel du travail.

<sup>50</sup> Goldin C. et L. Katz (2008), *The Race between Education and Technology*, Harvard University Press.

Le développement du secteur financier a lui aussi contribué à la croissance des inégalités de revenu. La part de la valeur ajoutée du secteur dans le PIB a environ doublé dans plusieurs pays entre 1970 et 2005, de 3-4 % à 7-8 % par exemple aux États-Unis et au Royaume-Uni. En Europe continentale, elle a augmenté mais dans une moindre mesure, par exemple en France de 4 % à 5 % environ<sup>51</sup>. Or c'est dans le secteur financier que travaillent près de 20 % des 1 % de salariés les mieux rémunérés. Ainsi, le développement de la finance serait responsable d'environ 15 % de la hausse des inégalités de revenu entre 1975 et 2005 aux États-Unis<sup>52</sup>. En Europe, la corrélation positive observée entre inégalités et taille du secteur financier s'expliquerait pour moitié par les « sur-salaires » distribués dans la finance, c'est-à-dire la part de la rémunération du travail qui ne s'explique pas par les caractéristiques observables des salariés, et qui serait de plus de 20 %<sup>53</sup>.

La polarisation du marché du travail induite par le progrès technique pourrait avoir joué un rôle dans le recours croissant à des formes de travail atypiques voire précaires (temporaire, indépendant, à temps partiel), souvent moins rémunérateurs et touchant des franges plus vulnérables de la population, femmes et travailleurs jeunes<sup>54</sup>. Cependant le progrès technique ne serait pas la seule raison de l'essor de ces emplois précaires. La participation croissante des femmes au marché du travail et l'essor du temps partiel qui l'accompagne ont des causes culturelles et sociales indépendante du capitalisme. Par ailleurs l'assouplissement des règles protégeant les travailleurs temporaires a aussi joué un rôle. L'ensemble des mécanismes par l'intermédiaire desquels le développement des emplois atypiques influe sur la distribution des revenus n'est pas clair, mais, selon l'OCDE, ils pourraient expliquer en moyenne 10 % des inégalités entre les ménages.

Par ailleurs, certains facteurs sociaux auraient également contribué à renforcer la hausse des inégalités. Ainsi la diminution des taux de syndicalisation pourrait impliquer un affaiblissement du pouvoir de négociation des salaires, ce qui favoriserait le développement d'inégalités, mais une relation inverse n'est pas exclue, l'accroissement des inégalités nourrissant la désaffection pour les syndicats. Aux États-Unis, la baisse de la syndicalisation dans le secteur privé pourrait expliquer jusqu'à un tiers de l'évolution récente des inégalités de revenus au sein du pays<sup>55</sup>.

Enfin une propension plus forte à l'endogamie sociale, c'est-à-dire au mariage entre personnes issues d'une même classe sociale, favorise la concentration des revenus au niveau des ménages<sup>56</sup>. L'endogamie s'explique en partie mécaniquement par l'élévation très marquée du taux d'activité féminin depuis les années 1970. Le creusement de l'inégalité entre les ménages aurait ainsi accompagné une diminution forte des inégalités de revenu au sein des couples. À l'étranger aussi, l'OCDE estime que l'endogamie a progressé entre le milieu des années 1980 et le milieu des années 2000, contribuant en moyenne à 11 % de l'accroissement des inégalités entre les ménages<sup>57</sup>.

---

<sup>51</sup> Philippon T. et A. Reshef (2013), "An International Look at the Growth of Modern Finance", *Journal of Economic perspectives*, vol. 27 (2), pp. 73-96.

<sup>52</sup> Philippon T. et A. Reshef (2012), "Wages and Human Capital in the US Finance Industry: 1909-2006", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 127 (4), pp. 1551-1609.

<sup>53</sup> Denk O. (2015), "Financial Sector Pay and Labour Income Inequality: Evidence from Europe", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1225.

<sup>54</sup> OCDE (2015), *Tous concernés : pourquoi moins d'inégalité profite à tous*, OECD Publishing.

<sup>55</sup> Western B. et J. Rosenfeld (2011), "Unions, Norms, and the Rise in U.S. Wage Inequality", *American Sociological Review*, vol. 73 (4), pp. 513-537 ; Farber H. *et al.* (2017), "Unions and Inequality over the Twentieth Century: New Evidence from Survey Data", *NBER Working Paper*, n° 24587 ; Jaumotte F. et C. Osorio Buitron (2015), "Inequality and Labour Market Institutions" *IMF Staff Discussion Note*, n° 15/14.

<sup>56</sup> Grégoire-Marchand P. et N. Frémeaux (2018), "Le couple contribue-t-il encore à réduire les inégalités ?", *Note d'Analyse de France Stratégie*, n° 71.

<sup>57</sup> OCDE (2012), *Toujours plus d'inégalités : pourquoi les écarts de revenus se creusent*, OECD Publishing.

En résumé :

- Les inégalités se sont réduites entre pays, mais ont augmenté au sein de la plupart des pays depuis les années 1990.
- En France, après une forte décade des inégalités de revenu disponible entre les années 1970 et 2000, elles ont augmenté depuis la crise de 2009 pour retrouver en 2019 leur niveau d'il y a 25 ans.
- Le capitalisme, à travers le progrès technique et la mondialisation, a joué un rôle important dans ces évolutions, sans qu'on puisse facilement distinguer les deux facteurs.
- Le développement de la finance aussi semble avoir contribué significativement à la hausse des inégalités de rémunération du travail.
- S'y ajoutent des évolutions sociétales telles que la désyndicalisation et l'endogamie sociale.

### 2.2.3. L'évolution de la fiscalité

Depuis les années 1980, on assiste à une baisse de la progressivité de l'impôt sur le revenu des ménages (IR). Alors que le taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu était encore en 1980 de 70 % aux États-Unis, il est de 37 % en 2020 (après être tombé jusqu'à 28 % en 1990)<sup>58</sup>. Dans les 10 années précédant la crise de 2008, en moyenne le taux marginal supérieur d'imposition des revenus des ménages a baissé de près de 10 points dans l'Union européenne, et il n'est ensuite remonté que de trois points jusqu'en 2019<sup>59</sup>.

Dans le même temps certaines mesures de la progressivité du système redistributif, en particulier celle de la taxation du travail, auraient pourtant augmenté dans les pays de l'OCDE sous l'effet des allègements de charge, crédits d'impôts sur les bas salaires et prestations sous condition de ressources. La progressivité du système redistributif ne reposerait d'ailleurs en moyenne que pour un quart sur celle de la fiscalité et pour les trois autres quarts sur celle des prestations<sup>60</sup>.

Quoi qu'il en soit, dans la mesure où les revenus du capital vont de manière disproportionnée aux ménages qui ont les plus hauts revenus, la baisse du taux marginal d'IR réduit davantage l'imposition du capital que celle du travail. À cela se sont ajoutés divers dispositifs encourageant la détention de certains produits financiers, voire plus récemment l'évolution vers une imposition duale les traitant de manière spécifique, qui ont en général allégé encore la taxation des profits et plus généralement la fiscalité des revenus du capital.

---

<sup>58</sup> Piketty T. (2013), *Le Capital au XXI<sup>ème</sup> siècle*, Editions du Seuil ; Saez E. et G. Zucman (2019), *The Triumph of Injustice*, Norton Press.

<sup>59</sup> Commission européenne (2019), *Taxation trends in Europe*.

<sup>60</sup> Joumard I., M. Pisu et D. Bloch (2013), "Tackling income inequality: The role of taxes and transfers", *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2012 (1), pp. 37-70 ; Joumard I., M. Pisu and D. Bloch (2012), "Less Income Inequality and More Growth – Are They Compatible? Part 3. Income Redistribution via Taxes and Transfers across OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 926.

Au total, dans les pays de l'OCDE, le taux moyen de prélèvements obligatoires a augmenté dans les années 1980 et 1990, mais cette augmentation a porté davantage sur le travail que sur le capital<sup>61</sup>. Ainsi dans la zone euro depuis 2005 le taux de taxation implicite du travail a augmenté d'environ 1½ point, jusqu'à 38,5 %, alors que dans le même temps le taux supérieur de l'impôt sur les sociétés baissait d'environ 3 points.

En résumé :

- La charge fiscale s'est déplacée du capital vers le travail depuis 40 ans.
- La taxation des revenus des ménages les plus riches a été réduite.
- Malgré l'allègement de la taxation des plus riches et du capital, la progressivité des systèmes redistributifs aurait été généralement préservée grâce aux prestations.

## 2.3 Un transfert du risque du capital vers le travail ?

### 2.3.1 *Le partage du choc de la crise financière mondiale entre le capital et le travail*

La crise de 2008 a exacerbé le sentiment que désormais, lorsqu'advient un choc négatif sur l'économie réelle, le travail en absorbe une part plus importante que le capital et plus importante que dans le passé : les entreprises auraient limité les hausses de salaires ou licencié tout en augmentant les dividendes, et l'État aurait recapitalisé des entreprises, financières ou non, tout en demandant aux ménages des efforts fiscaux pour réduire sa dette.

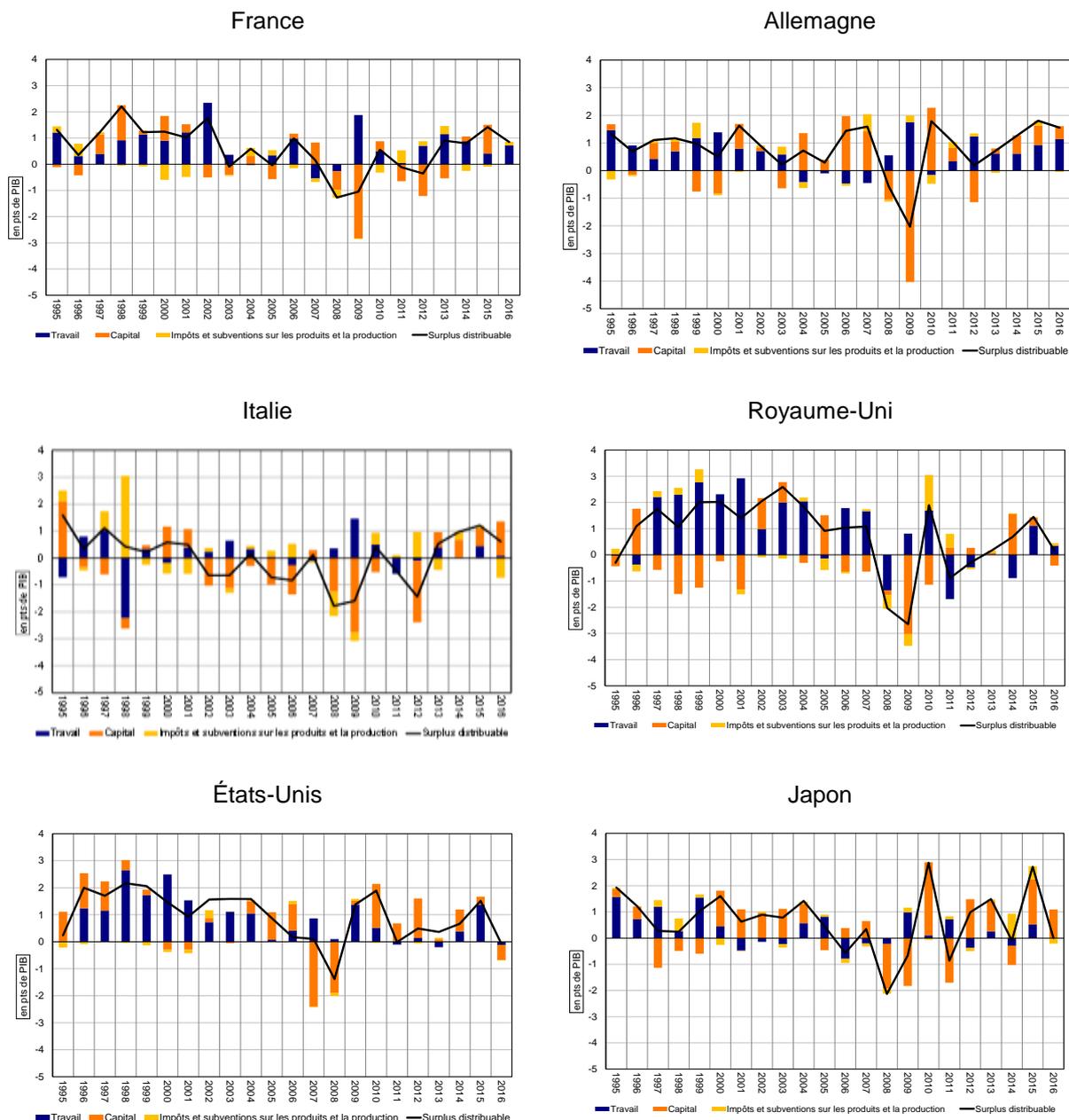
Pourtant, à court terme et au niveau macroéconomique, la crise a surtout affecté les revenus du capital. Elle a été caractérisée par une croissance et un surplus distribuable négatifs, qui ont été absorbés majoritairement par le capital dans la plupart des grands pays (Graphique 14). En France, c'est l'excédent brut d'exploitation (EBE), c'est-à-dire le taux de marge des entreprises, qui a absorbé le gros du choc en 2009, et cela a été encore vrai au moment de la crise de la zone euro en 2013<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> Carey D. et H. Tchilinguirian (2000), "Average Effective Tax Rates on Capital, Labour and Consumption", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 258.

<sup>62</sup> Insee (2019), *Comptes de la nation 2018*.

**Graphique 14 : Partage du surplus distribuable entre 1995 et 2016 (%)**



Source : Ameco ; calculs DG Trésor.

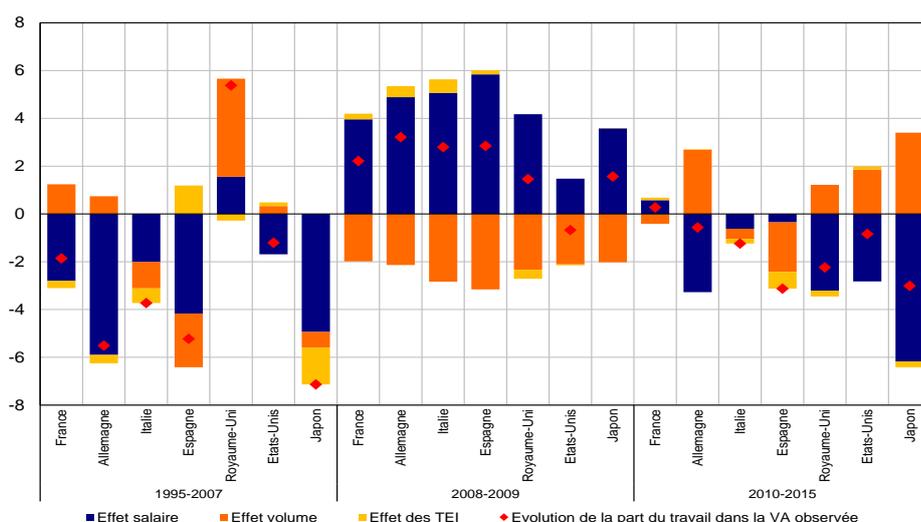
Champ : Économie totale.

Note : Le surplus distribuable est la part de l'augmentation annuelle du PIB qui est disponible pour améliorer la rémunération réelle du travail et du capital. C'est donc la part de la croissance qui ne sert pas à rémunérer l'accroissement du volume des facteurs utilisés pour la production.

Partout, sauf aux États-Unis, la compression des taux de marges a permis de préserver les salaires horaires et finalement d'augmenter la part des salaires dans la valeur ajoutée au moment de la crise, et ce en dépit de la baisse de la quantité de travail. Cependant, dans beaucoup de pays, sauf en France, il y a eu ensuite, lors de la reprise entre 2010 et 2015, correction à la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée (Graphique 15)<sup>63</sup>. Sur plus longue période, le cumul de ces évolutions n'est clairement négatif pour la part des salaires dans la valeur ajoutée qu'aux États-Unis (cf. supra).

<sup>63</sup> De Waziers D., C. Kerdrain et Y. Osman (2019), "L'évolution de la part du travail dans la valeur ajoutée dans les pays avancés", *Trésor-Éco*, n° 234.

**Graphique 15 : Décomposition de l'évolution de la part du travail dans la valeur ajoutée (%)**



Source : Ameco ; calculs DG Trésor.  
Champ : Économie totale.

Au total, au niveau macroéconomique la crise a été caractérisée par des pertes d'emplois importantes ou, dans certains pays comme l'Allemagne, par une réduction de la quantité de travail via le partage des heures travaillées, mais il est excessif d'affirmer que les détenteurs du capital en auraient été davantage protégés que les offreurs de travail, sauf aux États-Unis.

En résumé :

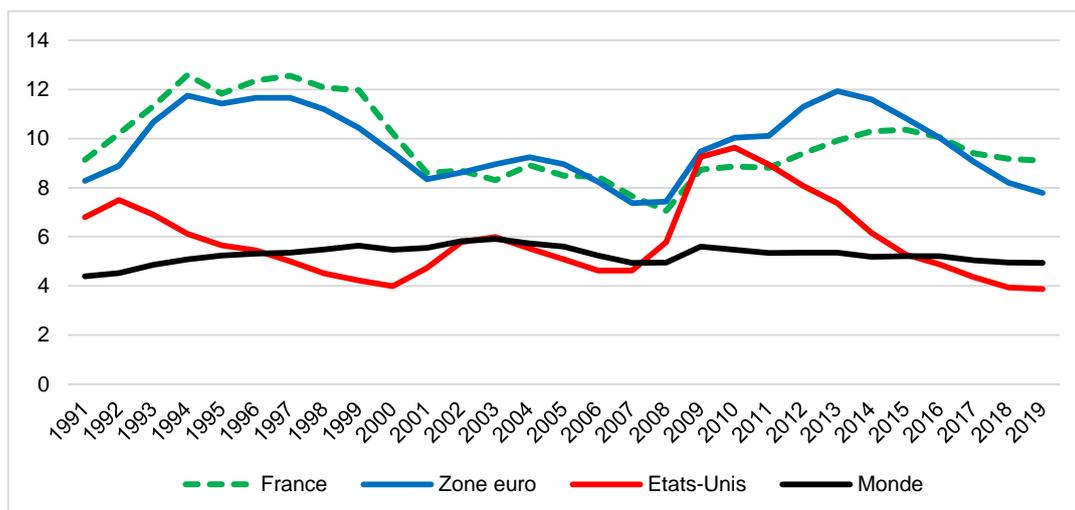
- La crise financière mondiale a frappé le capital plus que le travail.
- Au sein des travailleurs, le choc a été partagé différemment selon les pays, entre baisse de l'emploi, baisse des heures travaillées et baisse des salaires horaires.
- Dès la reprise, la part du travail dans la valeur ajoutée a rebaisé dans la plupart des pays, mais pas en France.

### 2.3.2 *Le risque affectant les revenus du travail*

La relative stabilité de la part du travail dans le PIB au niveau agrégé, y compris au moment de la crise, peut cacher une plus grande variabilité des revenus du travail au niveau individuel, en raison d'un risque accru de chômage, d'un raccourcissement de la durée des contrats de travail, ou d'une part variable croissante de la rémunération prévue par ces contrats.

En ce qui concerne le taux de chômage, les indicateurs du BIT suggèrent cependant une stabilité générale dans le monde. Après une hausse globale dans les années 1990, jusqu'à 6 % de la population active, reflétant surtout une hausse dans les pays émergents, la tendance semble légèrement baissière depuis lors, si on exclut le choc de la crise. La cyclicité reste forte dans les pays développés, que ce soit aux États-Unis ou dans la zone euro, où l'on a vu une forte hausse du chômage au moment de la crise, mais il est difficile d'y identifier une tendance. Aux États-Unis comme dans la zone euro, le chômage est aujourd'hui plus faible qu'au cours de la plupart des 30 dernières années (Graphique 16). Ce n'est pas le cas en France, où l'inertie du taux de chômage semble plus forte qu'ailleurs depuis le début des années 2000, avec de moindres hausses au moment des ralentissements de l'économie et de moindres baisses lors des reprises. Mais en France comme ailleurs, sur le long terme il est difficile d'identifier une tendance à la hausse ou à la baisse.

Graphique 16 : Taux de chômage (%)



Source : Bureau International du Travail.

En ce qui concerne la durée des contrats individuels de travail, selon l'OCDE, la durée moyenne des salariés dans leur emploi a augmenté dans ses pays membres (hors États-Unis, qui ne sont pas couverts), de 9,6 ans en 2000 à 10,1 ans en 2018, un peu moins en France, de 10,9 à 11,1 ans<sup>64</sup>. Aux États-Unis, on observe une stabilité à long terme de la durée médiane des contrats de travail (des personnes en emploi) autour de 5 années, avec une hausse au moment de la crise (reflétant le licenciement des salariés depuis le moins longtemps dans leur emploi et une baisse des démissions) et une baisse observée depuis la reprise<sup>65</sup>.

Cet allongement de la durée moyenne dans leur emploi des personnes en emploi cache cependant des évolutions contrastées. En France, la part des contrats à durée déterminée (CDD) et de l'intérim dans l'emploi a augmenté considérablement dans les années 1980 et 1990, de 6 % à 12 %, puis elle est restée relativement stable depuis. Toutefois, la durée des CDD s'est raccourcie depuis quelques années, de sorte que la part des embauches en CDD a augmenté tandis que celles en contrats à durée indéterminée (CDI) diminuait de 25 % à 15 % depuis 2000 : les embauches pour des durées de moins d'un mois représentent désormais près de 70 % des embauches contre moins de 50 % en 2000, et la durée moyenne de ces CDD est passée de 20 à 5 jours<sup>66</sup>. Il serait cependant exagéré d'accuser le capitalisme de ces évolutions, qui résultent en grande partie de ce qui se passe dans le secteur de l'hébergement médico-social et l'action sociale, et dans celui des services administratifs et de soutien, deux secteurs où les pressions à la rentabilité des investissements privés sont sans doute moins fortes que dans beaucoup d'autres.

Depuis 20 ans, la précarisation du travail en France consiste donc en une réduction de la durée des emplois instables, mais pas par une augmentation de leur part dans l'emploi total. Quant aux emplois stables, leur part ne change guère et leur durée augmente même marginalement. Par ailleurs la porosité entre les deux populations de salariés est faible : parmi les salariés en CDI en 2008, 73 % le sont encore 7 ans plus tard, et parmi les salariés en CDD en 2008, seulement 47 % sont en CDI en 2015<sup>67</sup>. Au total, c'est la dualité du marché du travail français qui s'accroît, avec une accentuation de la précarité des emplois précaires.

<sup>64</sup> OCDE (2019), *Employment Database*.

<sup>65</sup> Copeland C. (2019), "Trends in Employee Tenure, 1983–2018", *Employee Benefit Research Institute Issue Brief*, n° 274.

<sup>66</sup> Bornstein A. et W. Perdrizet (2019), "Le développement des contrats de très courte durée en France", *Trésor-Éco*, n° 238 ; Lemoine M. et E. Wasmer (2010), "Les mobilités des salariés", *Rapport du Conseil d'Analyse économique* ; Eberhardt R. et C. Marbot (2013), "Evolution of Instability on the French Labour Market during the Last Thirty Years", *Documents de travail de l'Insee*, n° G2013/08 ; Leclair M. et S. Roux (2007), "Productivité relative et utilisation des emplois de courte durée dans les entreprises", *Economie et Statistique*, n° 405-406, pp. 47-76 ; Picart C. (2014), "Une rotation de la main-d'œuvre presque quintuplée en 30 ans : plus qu'un essor des formes particulières d'emploi, un profond changement de leur usage", *Documents de travail de l'Insee*, n° F1402.

<sup>67</sup> Bonnet O., S. Georges-Kot et P. Pora (2019), "Les contrats à durée limitée : trappes à précarité ou tremplins pour une carrière ?", *Insee Références : Emploi, chômage, revenus du travail, Édition 2019*.

Un phénomène parallèle a été la remontée significative de la part de l'emploi non salarié dans l'emploi total après la crise. Alors que, depuis les années 1970 et la contraction du petit commerce, cette part avait baissé jusqu'à moins de 9 %, elle est remontée rapidement entre 2009 et 2013, pour se stabiliser depuis lors aux alentours de 10,5 %. Cela reflète au moins pour partie l'apparition de nouvelles formes de travail, telles que les services organisés autour des plateformes numériques, dont on sait qu'elles sont particulièrement précaires. Comme dans le cas des entrepreneurs individuels classiques, les revenus du travail et du capital ne sont pas toujours facilement identifiables dans ces formes nouvelles d'activités pour lequel le travailleur doit souvent apporter lui-même son instrument de travail.

Enfin, en ce qui concerne la volatilité des revenus du travail perçus par un individu donné au cours de sa vie, celle-ci aurait augmenté en France dans les années 1980, mais baissé ensuite dans les années 1990 pour retrouver avant la crise son niveau des années 1970 (du moins pour les hommes entre 25 et 55 ans)<sup>68</sup>. Le constat est différent aux États-Unis, où la volatilité des revenus du travail a fortement augmenté depuis les années 1970, surtout jusqu'en 2000 et de manière plus marquée pour les salaires les plus élevés, ce qui suggère un recours accru à la rémunération à la performance pour les travailleurs qualifiés<sup>69</sup>.

En résumé :

- En France, rien n'indique que le capitalisme ait conduit à une rémunération du travail plus incertaine pour les individus aujourd'hui qu'il y a 20 ans.
- Le risque de chômage varie avec le cycle, mais sans tendance à long terme.
- La dualité du marché du travail s'accroît depuis 20 ans à travers une diminution de la durée des CDD les plus courts, mais la part de ces CDD dans l'emploi n'augmente pas.
- Après des décennies de contraction, l'emploi non salarié a crû significativement après la crise, avec l'apparition de nouvelles formes de travail, mais semble stabilisé depuis 5 ans.
- Ni la part des CDI dans l'emploi, ni leur durée effective ne diminuent en France.
- La volatilité individuelle des revenus du travail est elle aussi stable depuis 20 ans en France
- Cette volatilité a augmenté aux États-Unis pour tous les travailleurs, mais de manière plus marquée pour les hauts salaires.

### 2.3.3 *Le risque affectant les revenus du capital productif*

Le risque porté par les ménages propriétaires du capital productif dépend de la structure de leur portefeuille financier et du risque affectant les performances des éléments individuels de ce portefeuille et leur corrélation.

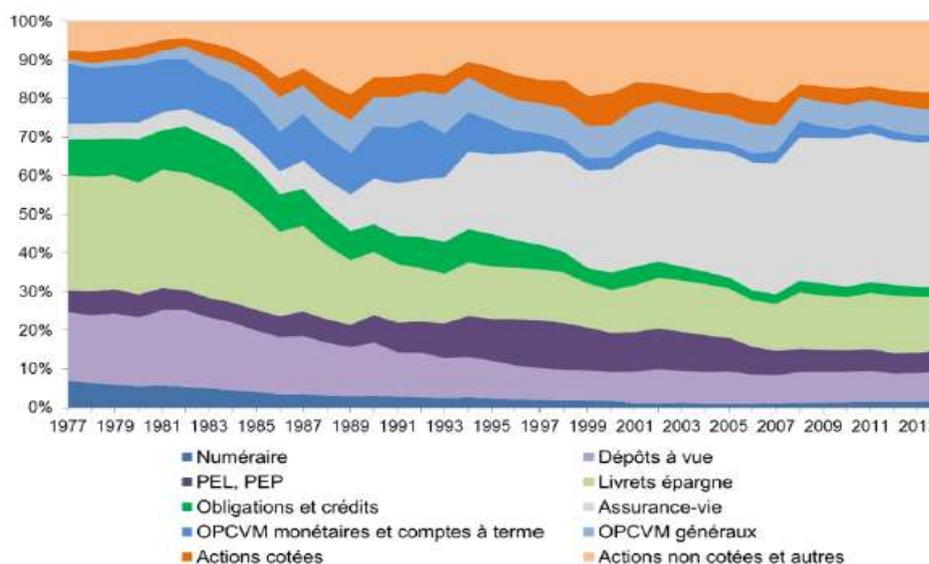
En France, l'allocation de l'épargne des ménages est caractérisée par des fondamentaux plutôt stables au cours des 30 dernières années. Le changement majeur est lié à la place de plus en plus prépondérante de l'assurance-vie, qui représentait moins de 5 % du portefeuille financier des ménages à la fin des années 1970, mais près de 40 % au milieu des années 2010. Symétriquement, la part des livrets d'épargne, qui s'élevait encore à 30 % du portefeuille financier à la fin des années 1980, s'est stabilisée aux alentours de 15 % depuis le début des années 1990. Celle des plans d'épargne logement (PEL) ou des plans d'épargne populaire (PEP) est proche de 10 % depuis cette période, et celle des organismes communs de placement en valeurs mobilière (OPCVM) comprise entre 5 et 10 % (Graphique 17). La part des actions, cotées et

<sup>68</sup> Ceci-Renaud N., P. Charnoz et M. Gaini (2014), "Évolutions de la volatilité des revenus salariaux du secteur privé en France depuis 1968", *Documents de travail de l'Insee*, n° G2014/03.

<sup>69</sup> Hong J., B.H. Seok et H.M. You (2019), "Wage Volatility and Changing Patterns of Labor Supply", *International Economic Review*, vol. 60 (2), pp. 595-630 ; Juhn C. *et al.* (2018), "Firm Performance and the Volatility of Worker Earnings", *Journal of Labor Economics*, vol 36 (1), pp. 99-131.

non cotées, en détention directe est, elle aussi, restée relativement stable aux alentours de 20 %. Elle est concentrée sur moins de 15 % des ménages (en 2015), en baisse par rapport au début des années 2000<sup>70</sup>.

**Graphique 17 : Évolution de la structure de placement des ménages entre 1977 et 2014  
(en part de leur portefeuille financier)**



Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers.  
Dernier point : 2014.

Ces changements de composition du portefeuille n'ont pas entraîné en eux-mêmes de modification majeure dans l'exposition de l'épargne des ménages au risque, dans la mesure où la plus grande partie de la croissance de l'assurance-vie s'est faite au profit de fonds en euros, qui représentent plus de 80 % de l'encours et dont la rémunération n'est guère plus volatile que celle des livrets d'épargne. Au total, les produits en fonds propres ne représentent qu'un tiers de l'épargne financière des ménages<sup>71</sup>.

La volatilité du rendement des titres individuels de propriété du capital est moins connue, ne serait-ce que parce que les actions non cotées en constituent plus de la moitié en France. Aux États-Unis, qu'elle soit mesurée sur la valeur des actions ou celle de leur cash-flow, la volatilité des résultats des entreprises considérées individuellement a nettement et régulièrement augmenté entre les années 1950 et les années 1990, pour retomber ensuite, si on excepte la période de la crise. Par ailleurs, les variations de cours sont très corrélées entre entreprises, ce qui pose une limite aux possibilités de diversification, du moins au sein du marché des actions américaines<sup>72</sup>.

En France, l'information dont on dispose sur la volatilité boursière suggère qu'après une augmentation intervenue dans les années 1970 et 1980, la volatilité de l'indice s'est stabilisée depuis les années 1990 (Graphique 18)<sup>73</sup>. La crise a, on l'a vu, conduit le capital à absorber la plus grande part du choc sur l'économie réelle, mais au total, selon les estimations de l'Institut de l'Épargne immobilière et foncière (IEIF), la volatilité des actions comme celle de l'assurance-vie (prise dans son ensemble) aurait baissé sur la période récente (Graphique 19).

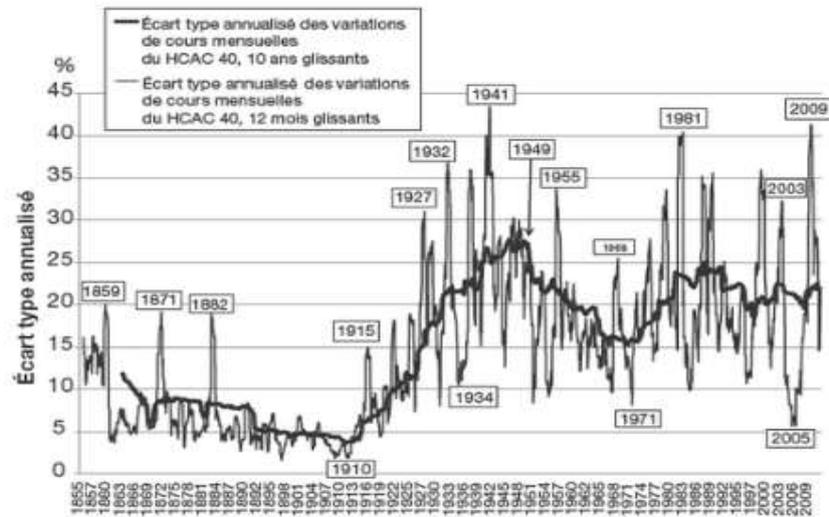
<sup>70</sup> Accardo J. et al. (2016), "La détention d'actifs patrimoniaux début 2015", *Insee Références : Les revenus et le patrimoine des ménages, Edition 2016*.

<sup>71</sup> Banque de France (2019), *Placements et patrimoine des ménages aux 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres 2019*.

<sup>72</sup> Herskovic et al. (2016), "The Common Factor in Idiosyncratic Volatility: Quantitative Asset Pricing Implications", *Journal of Financial Economics*, vol 119, pp. 249-283.

<sup>73</sup> Le Bris D. (2012), "La volatilité des actions françaises sur le long terme", *Revue Économique*, vol. 63 (3), pp. 569-580.

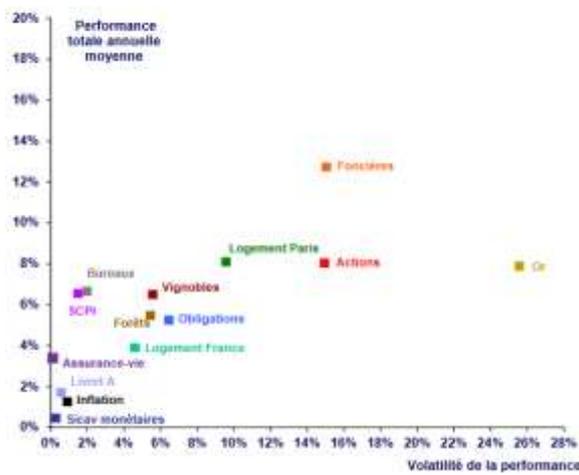
**Graphique 18 : Indicateur de volatilité mensuelle de l'indice HCAC 40**



Source : Le Bris D. (2012).

Note : L'indice HCAC 40 reconstitue ce qu'aurait été le CAC 40 depuis 1854.

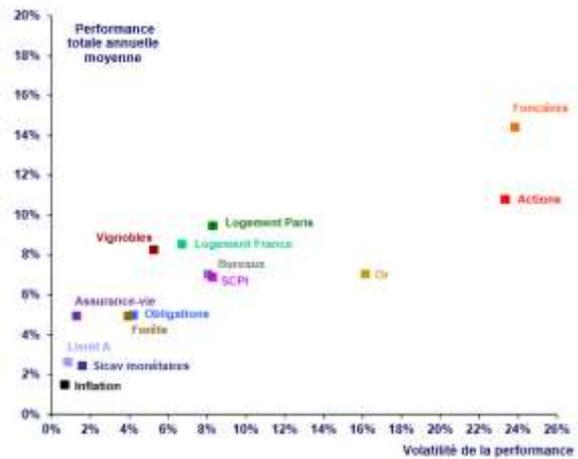
**Graphique 19 : Volatilité des différents supports d'épargne en France sur 5 ans (2009-2014) sur 10 ans (2004-2014)**



sur 15 ans (1999-2014)



sur 20 ans (1994-2014)



Source : IEIF (2015), 40 ans de performances comparées.

En résumé :

- On ne dispose que d'éléments indirects pour juger si les capitalistes sont devenus plus ou moins exposés au risque.
- Il semble que cette exposition n'a augmenté significativement ni en France ni aux États-Unis depuis les années 1990.
- La volatilité des revenus du capital a peut-être même baissé, grâce à la diversification des portefeuilles, davantage que grâce à une baisse de la volatilité des titres individuels.
- La forte corrélation entre les prix des actions aux États-Unis vient cependant limiter les possibilités de diversification au sein de ce marché.

#### 2.4 Une incompatibilité du capitalisme avec la préservation de l'environnement ?

La prise de conscience des enjeux du changement climatique et une information de plus en plus complète sur les pollutions locales et leurs conséquences favorisent l'idée selon laquelle la poursuite du profit par les entreprises contribue à la détérioration d'aspects importants des conditions de vie, mal enregistrés par les indicateurs économiques.

Plus précisément, il est argué que

- En poursuivant le profit et la croissance, le capitalisme conduit à dépasser les limites d'un niveau soutenable de production mondiale ou locale.
- Le capitalisme organise la production de richesse de manière décentralisée, ce qui réduit la prise en compte des externalités par les agents économiques, et en particuliers les entreprises.
- La financiarisation de la détention du capital a conduit à une gestion déléguée des entreprises, où les incitations données aux gestionnaires reposent sur des objectifs mesurables à court terme, alors que les objectifs environnementaux sont pour beaucoup définis sur le long terme, et que les effets environnementaux des décisions ne sont souvent pas mesurés ou mesurés bien trop tard.
- La mondialisation des marchés de capitaux a réduit la capacité des gouvernements à utiliser les instruments fiscaux ou réglementaires pour limiter les nuisances environnementales, en permettant les déplacements d'activités soumises à des contraintes environnementales, ce qui accroît la concurrence entre États pour conserver les emplois associés.

Même si tout cela paraît peu contestable, les effets négatifs du capitalisme sur l'environnement sont d'autant plus difficiles à définir qu'on ne dispose pas d'un contrefactuel convaincant. En 1992 ni la Russie ni la Chine ne pouvaient passer pour des modèles de respect de l'environnement et du climat. Leur performance à cet égard s'est considérablement améliorée avec leur passage vers l'économie de marché (Tableau 2). Plutôt que d'accuser le capitalisme de détériorer l'environnement, il convient de se poser la question des possibilités d'articuler des instruments de préservation de l'environnement avec le fonctionnement capitaliste des économies.

**Tableau 2 : Émissions de CO<sub>2</sub> en 1992 et 2018**

	Tonne de CO <sub>2</sub> par habitant		Kilo de CO <sub>2</sub> par dollar de PIB PPP	
	1992	2014	1992	2014
OCDE	10,5	9,5	0,59	0,25
Zone euro	8,2	6,5	0,44	0,17
États-Unis	19,1	16,5	0,75	0,32
Chine	2,3	7,5	1,82	0,59
Russie	14,0	11,9	2,04	0,46

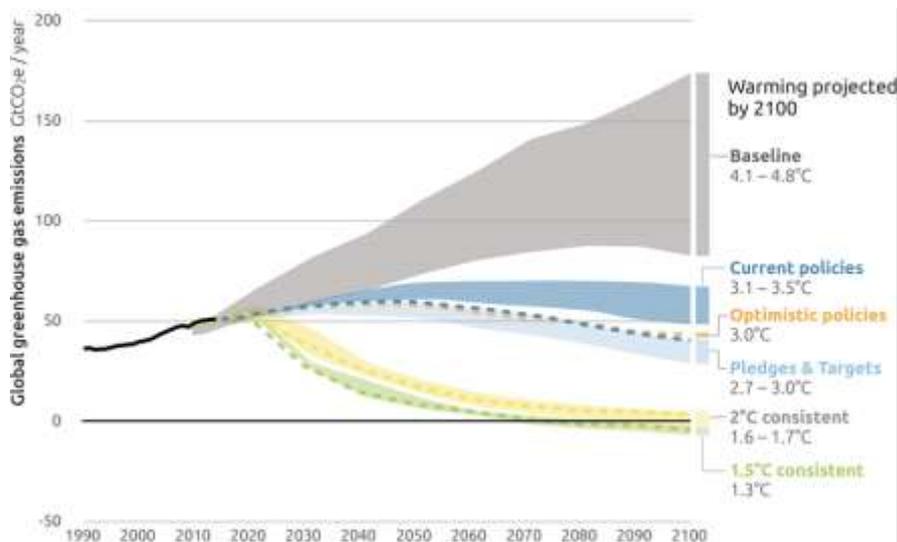
Source : Banque mondiale.

#### 2.4.1 Des dommages environnementaux mal contrôlés

L'idée malthusienne qu'il existe des limites physiques à la croissance de l'activité humaine a été démentie depuis la fin du dix-huitième siècle par l'accélération du progrès technique et de la productivité, qui ont permis à une humanité toujours plus nombreuse d'accroître sa production et sa consommation en contournant les contraintes de disponibilité des ressources. Lorsque s'épuisait une ressource jusqu'alors indispensable, de nouveaux modes de production étaient inventés qui permettaient de s'en passer : remplacement du travail physique par le travail mécanique, substitutions successives des sources d'énergies, etc.

Aujourd'hui, c'est à travers l'environnement que réapparaît l'idée qu'il existerait une limite à la richesse qui peut être produite, ou du moins à sa croissance. Par exemple, les risques de changement climatique, pour être maîtrisés, imposeraient une annulation des émissions nettes de carbone, alors que celles-ci continuent de monter (Graphique 20).

**Graphique 20 : Émissions mondiales de CO<sub>2</sub> selon différents scénarios de réponse politique**



Source : Carbon Action Tracker.

De même la quantité totale de sols naturels disponible est finie, mais on continue d'artificialiser une surface équivalent à plus d'un département en France tous les 10 ans et le phénomène est encore bien plus massif en Chine. Ces rythmes ne sont tenables ni physiquement ni économiquement, sachant que le coût pour la biodiversité de la disparition de ces sols est mal connu, mais sans doute élevé.

Dans le passé, le capitalisme a aidé à se libérer des préoccupations malthusiennes. Au fur et à mesure qu'une ressource s'épuisait, son prix montait et la maximisation des profits poussait à investir dans des innovations permettant de remplacer la ressource rare par une autre moins rare et moins chère. Le signal prix délivrait des incitations suffisantes.

Dans le cas de limites environnementales, ce mécanisme ne fonctionne plus, puisque le signal prix ne contient pas tous les coûts liés à la consommation de la ressource. Le problème est d'ailleurs le même dans le cas général d'externalités, même dans les domaines où il n'y a pas de limite aux dommages qui peuvent être infligés par l'activité (bruit, pollution locale,...). Dans tous les cas, la recherche du profit et l'absence de signal prix conduisent à plus de nuisance qu'il ne serait souhaitable, du point de vue environnemental bien sûr, mais aussi du point de vue économique.

L'environnement pose ainsi des problèmes que le fonctionnement habituel du capitalisme n'est pas à même de résoudre, puisque la poursuite de la maximisation des profits par les actionnaires finit par jouer contre son propre objectif. Par exemple, sans mesures volontaristes, un réchauffement climatique de l'ordre de 4°C pourrait intervenir d'ici 2100<sup>74</sup>. La perte de PIB mondial qui en résulterait est estimée entre 10 % et 30 % par rapport à un scénario sans réchauffement<sup>75</sup>. Des changements de cet ordre affecteraient la valeur d'une partie du capital directement à travers son exposition aux conséquences du réchauffement. Ainsi on estime qu'aux États-Unis, les maisons exposées au risque de montée du niveau de la mer s'échangent d'ores et déjà à un prix inférieur de 7 % à celui des maisons non exposées<sup>76</sup>. Il en serait de même du capital immobilier des entreprises directement exposé, ou plus généralement du capital indirectement exposé aux chocs de prix et de coûts relatifs qui résulteraient du choc climatique. À cela s'ajouteraient des primes de risque liées à l'augmentation des occurrences d'événements catastrophiques, qui viendraient, elles aussi, affecter la valeur du capital.

Dans une certaine mesure, le capitalisme peut receler aussi une partie des solutions à ces problèmes. Il est censé permettre une valorisation en temps réel des informations sur les risques à venir, et il permet de réallouer le capital en réponse à des changements de prix relatifs en principe d'une manière qui minimise les coûts d'ajustement. Le système financier, pour sa part, a déjà commencé à développer des instruments permettant de se couvrir contre les aléas climatiques.

En résumé :

- C'est l'activité économique qui pèse sur l'environnement, et non le capitalisme, moins polluant que d'autres systèmes à même niveau de développement.
- Laisser à elle-même, la maximisation des profits des entreprises mène à des dégradations environnementales qui pourraient avoir des coûts économiques massifs.
- Le capitalisme semble pouvoir contribuer à limiter les coûts macroéconomiques des dégradations environnementales.

#### 2.4.2 Instruments de politique environnementale et capitalisme

Trois types d'instruments sont *a priori* mobilisables pour limiter les effets négatifs de l'activité économique sur l'environnement :

- Les instruments de marché (prix, taxes, subventions ou droits à polluer).
- La réglementation.
- La responsabilisation (c'est-à-dire la prise en compte directe et volontaire des préoccupations environnementales dans les décisions privées).

<sup>74</sup> IPCC (2014), *Climate Change 2014 : Synthesis Report*.

<sup>75</sup> Lancesseur N. *et al.* (2020), "Impact économique du changement climatique : Revue des méthodologies d'estimation, résultats et limites", *Document de Travail de la DG Trésor n° 2020/4*.

<sup>76</sup> Bernstein A., M. Gustafson et R. Lewis (2019), "Disaster on the Horizon: The Price Effect of Sea Level Rise", *Journal of Financial Economics*, vol. 134 (2), pp. 253-272.

Selon une métrique de l'OCDE, le recours aux instruments de politiques environnementales s'est nettement accru dans ses pays membres entre 1990 et 2012, avec une priorité donnée à la réglementation par rapport aux instruments de marché<sup>77</sup>. La responsabilité environnementale ne jouerait quant à elle qu'un rôle mineur, représentant en général moins de 10 % des instruments utilisés, sauf en matière de protection de la couche d'ozone<sup>78</sup>. Il existe par ailleurs de très forts écarts entre les politiques menées dans les différents pays.

L'efficacité des différents instruments dépend de la question environnementale posée et de leur bonne articulation avec le fonctionnement capitaliste de la plupart des économies. Ainsi, par définition, les instruments de prix fonctionnent bien dans une économie de marché et moins bien si les décisions ne répondent pas directement au signal-prix. La réglementation peut s'appliquer dans n'importe quel type de système économique mais son coût implicite peut être très élevé, tandis que l'État n'en tire aucune recette permettant d'indemniser les ménages ou les entreprises. La responsabilisation, parce qu'elle repose sur des choix comportementaux d'agents et non de l'État, est sans doute favorisée par des contextes où le capitalisme et le signal prix perdent de leur force, mais aussi des contextes où l'activisme exacerbe le rôle du capital réputationnel des entreprises à l'intérieur même d'un cadre capitaliste<sup>79</sup>.

En ce qui concerne le changement climatique, les instruments de marché semblent *a priori* devoir être particulièrement efficaces. Le dommage étant global, l'externalité peut en principe être prise en compte par un prix unique du carbone, applicable au maximum d'agents économique. Cela assure que les émissions seront réduites pour un coût macroéconomique minimal et les gains de cette minimisation du coût sont considérables. Cette supériorité théorique de l'approche par les instruments de marché se heurte cependant à de nombreux obstacles : l'absence d'une autorité mondiale capable de taxer les émissions ou de créer et contrôler un marché global des droits ; la concurrence entre autorités régionales exacerbées par la libre circulation des capitaux et des produits ; la possibilité pour certaines autorités régionales de se comporter en passagers clandestins ; les questions d'équité soulevées par l'application d'un prix unique dans le monde ou même dans chacune des régions ; etc.

Au total, d'une part, si le capitalisme apparaît comme une condition pour une résolution économique efficace de la question climatique par les instruments de marché, il exacerbe aussi, via la concurrence entre ses acteurs, les difficultés politiques soulevées par ces instruments, comme il exacerbe d'ailleurs aussi les difficultés associées à la réglementation de n'importe quel problème global, environnemental ou autre.

En ce qui concerne les nuisances environnementales locales, les instruments de marché n'ont de pertinence théorique que s'ils peuvent être calibrés localement, ce qui est loin d'être toujours le cas, d'une part pour des raisons de faisabilité juridique et administrative (une ville ne peut pas taxer simplement la consommation de carburant diesel sur son territoire), et d'autre part parce qu'un signal prix décrivant l'externalité négative du bruit ou de l'émission de particules fines ne peut pas être défini sur un territoire trop vaste sans devenir localement faux et perdre ainsi de sa pertinence et de son efficacité économique. Dans ce cas, la réglementation peut offrir davantage de souplesse de calibrage et se révéler plus efficace que des instruments de marché.

Pour les nuisances locales, dès lors qu'il est préférable de recourir à la réglementation, le capitalisme ne facilite plus particulièrement la lutte contre les nuisances. Mais il exacerbe toujours la concurrence réglementaire entre juridictions, frappant sans doute plus particulièrement les juridictions les plus démunies, où le travail, souvent peu qualifié, est le moins mobile et où il devient crucial d'attirer le capital au risque de laisser l'environnement être détérioré par les activités locales faiblement régulées.

---

<sup>77</sup> Botta E. et T. Kozluk (2014), "Measuring Environmental Policy Stringency in OECD Countries: A composite Index Approach", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1117.

<sup>78</sup> OCDE (2017), *Policy Instruments for the Environment*.

<sup>79</sup> Sassen S. (2008), *Territory, Authority, Rights: From Medieval to Global Assemblages*, Princeton University Press.

La financiarisation du capitalisme et la distance qu'elle installe entre les actionnaires et les gestionnaires d'une entreprise réduisent leur capacité à internaliser les nuisances causées. Les actionnaires sont le plus souvent dans l'ignorance des conséquences environnementales des décisions prises en leur nom dans des territoires qu'ils ne connaissent pas. Les décisions de localisation et d'atténuation de nuisances locales sont prises par les gestionnaires sur la base d'un système d'incitations défini par les actionnaires, en général sans prise en compte d'indicateurs environnementaux, soit qu'ils n'existent pas, soit que les actionnaires n'ont aucun intérêt à les inclure dans leurs objectifs.

L'activisme environnemental peut être vu comme une réponse à ces problèmes. Il permet de réduire le profit d'une entreprise à travers des effets de réputation, si elle est désignée comme particulièrement productrice d'externalités négatives. En développant l'information sur ces effets négatifs, l'activisme exerce une menace sur les entreprises qui sont incitées à intégrer ex ante les préoccupations environnementales dans leurs décisions de gestion, même si c'est dans le but de maximiser leur rentabilité.

Ces pressions impliquent qu'un nombre croissant d'entreprises ont intérêt à prendre des engagements volontaires, dont la vérifiabilité et la publicité permettent de désamorcer la démarche activiste, ou du moins de la rendre plus coûteuse. Par ailleurs, ces engagements peuvent permettre de consolider une collusion au sein des secteurs qui y souscrivent, vertueuse dans la mesure où elle limite la concurrence dans des dimensions qui participent à la détérioration de l'environnement, mais potentiellement plus générale. L'activisme, la responsabilisation et les engagements volontaires des entreprises peuvent donc être vus comme un sous-produit des échecs du capitalisme et des gouvernements à résoudre les problèmes environnementaux par des moyens plus directs. Il n'exonère pas les autorités publiques d'intervenir afin que l'information sur les émissions polluantes soit rigoureuse, indépendante et transparente.

Une information fiable sur les caractéristiques environnementales des projets, indépendante des entreprises qui les mettent en œuvre, est d'autant plus nécessaire à une articulation efficace du capitalisme et des objectifs environnementaux que les préférences des épargnants changent. Ceci implique que, à structure de risque identique, le coût d'un projet vert est généralement plus faible que celui d'un projet polluant, pourvu qu'une certification crédible existe.

En résumé :

- Le marché peut aider à limiter le changement climatique à moindre coût, mais il est d'une aide moindre pour les nuisances locales (en l'état actuel de l'autonomie budgétaire locale).
- Le capitalisme exacerbe la concurrence entre juridictions, ce qui réduit l'ambition des politiques environnementales, globales et locales.
- L'activisme environnemental peut pousser à des engagements volontaires d'entreprises dans l'intérêt de leurs actionnaires, mais sans que celui-ci soit nécessairement congruent avec les objectifs nationaux.
- Une information fiable et indépendante sur les caractéristiques des projets financés par le secteur privé permet que le coût du capital intègre les préférences environnementales des épargnants.

## 2.5 Des citoyens insatisfaits ?

L'examen précédent, pour sommaire qu'il soit resté, dresse un tableau mitigé des méfaits du capitalisme. La plupart des faits qui lui sont reprochés sont avérés dans certains pays, mais pas partout. Beaucoup le sont aux États-Unis, qui ont été particulièrement étudiés : la productivité ralentit, les inégalités croissent, la valeur ajoutée se déforme au détriment des travailleurs, les salaires se polarisent et deviennent plus volatils, la richesse se concentre, le travail a absorbé une grande partie du choc de la crise, la redistribution par l'impôt régresse, les régulations environnementales ont été détricotées jusqu'en 2020,... En France, la productivité ralentit, les salaires se polarisent peu, mais, du fait du chômage des non-qualifiés et de la

concentration du capital, les inégalités de revenu sont remontées jusqu'à leur niveau de la fin des années 1980, peut-être davantage si l'on raisonnait en terme de revenu disponible après logement, les inégalités de patrimoine remontent aussi depuis quarante ans, mais les autres phénomènes ne sont pas observés, même si les critiques du capitalisme y font abondamment référence (Tableau 3).

**Tableau 3 : Les arguments contre le capitalisme**

Argument	France	États-Unis	Pays avancés	Pays émergents
La productivité ralentit	vrai	vrai	vrai	faux
La valeur ajoutée se déforme en faveur du capital	faux	vrai	?	vrai
Les revenus sont de plus en plus inégaux	vrai	vrai	vrai	vrai
La richesse est de plus en plus inégalement répartie	vrai	vrai	vrai	vrai
Le travail précaire augmente	faux	faux	?	?
Les revenus du travail sont de plus en plus instables	faux	vrai	?	?
La redistribution des revenus s'affaiblit	faux	vrai	vrai	faux
Les politiques environnementales s'affaiblissent	faux	vrai	faux	faux

Source : DG Trésor.

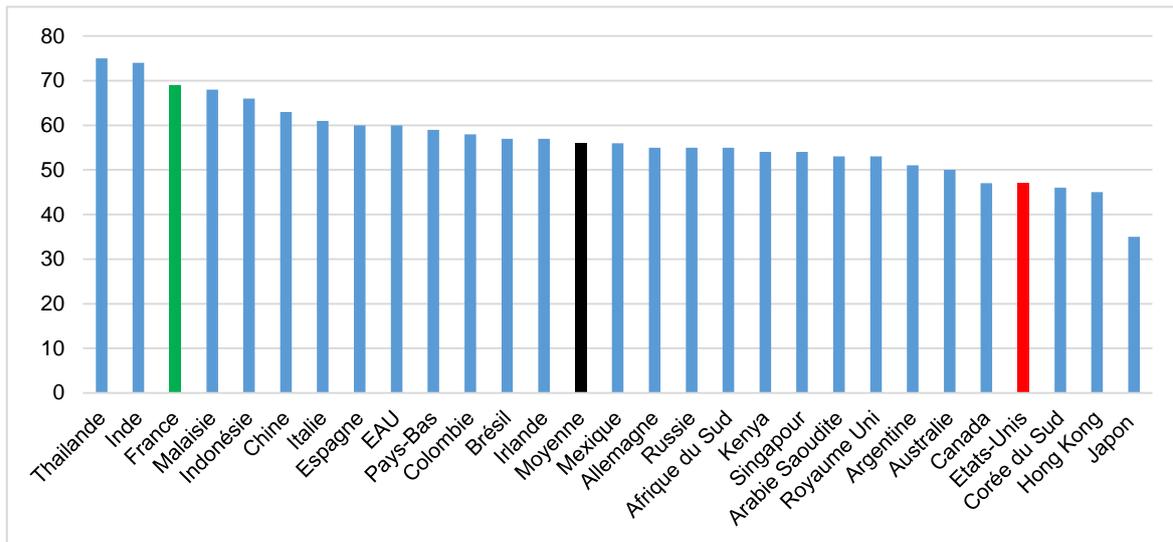
Dans le débat public, la critique du capitalisme est aujourd'hui très vive aux États-Unis, comme on s'y attend, et en France, où on s'y attend moins, même si les débats français ne se traduisent pas par une offre politique alternative aussi articulée et significative qu'aux États-Unis. En ce qui concerne l'opinion publique, le rejet du capitalisme est bien plus fort en France qu'aux États-Unis, ou que d'ailleurs n'importe où dans les pays développés (Graphique 21). Dans des pays qui semblent plus touchés que la France par le ralentissement de la productivité, la fragilisation du travail ou la hausse des inégalités, comme l'Italie, le Japon, ou même dans une certaine mesure la Suède ou l'Allemagne, les débats politiques ne sont guère centrés sur une remise en cause des modèles capitalistes nationaux.

Cela peut tenir en partie à ces modèles eux-mêmes, lesquels, indépendamment de leurs effets, donneraient aux citoyens une plus grande confiance ou du moins un sentiment d'appropriation de leur sort (Annexe 1). Cette conjecture, qui reste à valider, signifierait un échec ou du moins une évolution mal comprise du modèle français de capitalisme mixte mis en place après la deuxième guerre mondiale (dont des variantes, certes lointaines, sont aujourd'hui à l'œuvre dans des pays comme la Russie ou la Chine avec de meilleurs succès en termes d'opinion).

Une partie du débat français s'explique peut-être aussi par le fait que, depuis une dizaine d'années, des économistes d'origine française ont mené plusieurs des analyses les plus discutées du capitalisme américain. Leurs réflexions ont bénéficié en France d'un écho particulier, même si le diagnostic sur les inégalités, sur la redistribution ou sur l'environnement y est différent<sup>80</sup>.

<sup>80</sup> On peut citer en particulier P. Aghion, O. Blanchard, F. Bourguignon, T. Philippon, T. Piketty, E. Saez, S. Stantcheva, et G. Zucman.

**Graphique 21 : Part de la population se déclarant en accord avec la phrase :  
« Le capitalisme tel qu’il existe aujourd’hui fait plus de mal que de bien dans le monde » (%)**



Source : 2020 Edelman Trust Barometer.

Il se peut en outre que cet écart entre l’opinion et les indicateurs économiques reflète le fait que ces derniers ne captent pas correctement certaines dimensions du bien-être. À cet égard, on peut espérer que l’approfondissement des travaux destinés à améliorer la prise en compte de ces dimensions non économiques permette de mieux comprendre les sources de mécontentement et que les décideurs politiques soient ainsi en mesure de compléter leur critères habituels de décision qui restent trop souvent cantonnés au PIB, à l’emploi et aux inégalités<sup>81</sup>.

Faute d’une vision complète du bien-être des citoyens, on peut être tenté de se focaliser sur un « électeur médian » ou une « classe moyenne » qu’il suffirait d’avoir identifiée et convaincue pour emporter l’adhésion d’une majorité démocratique. Quand bien même il est parfois possible, dans une dimension donnée du bien-être (par exemple le niveau de vie), de définir un citoyen médian et une classe moyenne autour de lui, ses préférences et ses connaissances sont souvent trop éloignées des modèles de choix économiques rationnels pour que la connaissance de sa situation permette de déduire son attitude face à des décisions économiques ou un choix démocratique<sup>82</sup>.

Par exemple, l’évolution du niveau de vie médian éclaire le rejet (très relatif) du capitalisme aux États-Unis, où elle a décroché largement de celle du PIB par tête depuis 30 ans, mais pas en France, où les deux évolutions sont restées en ligne, ni en Italie, qui reproduit le décrochage américain de manière atténuée<sup>83</sup>.

On peut émettre l’hypothèse, sans doute applicable aujourd’hui à tous les pays, que l’abondance d’information disponible tend désormais à focaliser l’attention de l’opinion sur les cas extrêmes dont l’évolution est relativement plus facile à discerner que les évolutions médianes. Or de ce point de vue, la France, comme beaucoup d’autres pays, est peu différentes des États-Unis, au moins qualitativement : les 1 % les plus riches accaparent une part croissante du revenu et de la richesse (Tableau 4) ; les 10 % les plus pauvres bénéficient moins de la croissance que les 10 % les plus riches ; le travail précaire devient de plus en plus précaire ; des territoires riches s’enrichissent et des territoires pauvres s’appauvrissent ; etc.

<sup>81</sup> OCDE (2017), *How's Life 2017*.

<sup>82</sup> Stantcheva S. (2020), "Understanding Economics: What do people know and how can they learn?", Harvard University Working Paper ; Caplan B. (2008), *The Myth of the Rational Voter: Why Democracies Choose Bad Policies*, Princeton University Press.

<sup>83</sup> Saez E. et G. Zucman (2019), *The Triumph of Injustice*, Norton Press ; Iacono R. et M. Ranaldi (2018), "Sources of Inequality in Italy", ECINEQ Society for the Study of Economic Inequality Working Papers, n° 479.

**Tableau 4 : Part des 1 % les plus riches dans le patrimoine et le revenu (%)**

	Revenu primaire		Patrimoine	
	1980	2014*	1980	2014**
France	8,2	10,8	17,2	23,4
Allemagne	8,7	10,8	n.d.	n.d.
Italie	4,9	7,5	n.d.	n.d.
Royaume-Uni	6,6	11,2	18,8	19,9
Suède	5,0	8,3	n.d.	n.d.
Japon	8,4	10,4	n.d.	n.d.
États-Unis	11,1	20,2	22,5	38,6
Chine	6,4	13,7	15,8	27,8
Monde	16,2	20,5	n.d.	n.d.

Source : *World Inequality Database*.

Note : \* 2010 pour le Japon ; \*\* 2012 pour le Royaume- Uni.

Ceci ne suffit pas à justifier un rejet du capitalisme est plus fort en France que presque partout ailleurs. Sans prétendre expliquer ici la contestation française, on peut avancer quelques hypothèses liées à des caractéristiques nationales, qui permettraient d'éviter de la réduire à une idiosyncrasie culturelle.

La première caractéristique tient paradoxalement à l'importance du système social, bien plus développé que chez la plupart de nos partenaires. Sa soutenabilité a été fragilisée par les évolutions de la démographie et de la productivité qui ont conduit à des reparamétrisations fréquentes : allongement de la durée de cotisation pour la retraite, déremboursements dans la santé, réformes du traitement du chômage. Toutes choses égales par ailleurs, ces réformes se traduisent par une exposition accrue des individus à différents risques dont rendent mal compte les principaux indicateurs dont on dispose : les pertes de loisir liées à l'augmentation de l'âge de la retraite, les pertes de pouvoir d'achat liée aux dépenses de santé non couvertes (et plus généralement à la hausses des dépenses non arbitrables), ou les pertes de productivité et de salaire réel liées à des appariements plus hâtifs sur le marché du travail ne font l'objet ni de mesures précises ni de suivi systématique.

Les discours qui mettent l'accent seulement sur les bienfaits macroéconomiques des réformes (hausse de production grâce à davantage de travail, meilleure compétitivité grâce à la baisse du coin social,...) apparaissent ainsi en décalage par rapport aux réalités de la vie quotidienne. Surtout, en s'en remettant aux forces du marché pour la matérialisation des bénéfices des réformes, le discours réformiste semble justifier les réformes par le capitalisme lui-même et le désigner comme la source du besoin de réformer, alors qu'il ne joue guère de rôle direct dans l'insoutenabilité des paramètres du système social.

Une seconde caractéristique française est la rigidité sociale et plus particulièrement le déterminisme intergénérationnel et territorial. Selon l'OCDE, il faudrait six générations en France pour passer premier décile de revenu au revenu médian, contre deux seulement au Danemark. Parmi les pays européens, il n'y a qu'en Hongrie que le déterminisme social serait plus fort qu'en France<sup>84</sup>. Cette impuissance à améliorer sa situation, conjuguée à la perception d'une montée des risques, suscite la contestation du système en France bien davantage que dans les pays où sont ancrés le sentiment et l'expérience de la facilité pour beaucoup à bénéficier de la mobilité des revenus.

À cette « assignation à résidence » sociale s'ajoute une dimension territoriale : il est plus difficile d'améliorer sa situation économique si on est né dans certains territoires que dans d'autres<sup>85</sup>. De manière plus générale encore, la densité de la France, relativement faible par rapport à ses partenaires européens,

<sup>84</sup> Dherbécourt C. (2018), "Nés sous la même étoile ? Origine sociale et niveau de vie" ; *Note d'Analyse de France Stratégie*, n° 68 ; OCDE (2018), *A Broken Social Elevator? How to Promote Social Mobility*.

<sup>85</sup> Dherbécourt C. (2015), "La géographie de l'ascenseur social français", *Document de travail de France Stratégie*, n° 2015/06.

rend sans doute ses habitants plus sensibles aux caractéristiques de leur territoire, qui ont une influence significative sur leur appréciation des décisions publiques, comme on l'a vu pendant la crise des gilets jaunes<sup>86</sup>.

À ces caractéristiques de la France s'ajoute la faiblesse de ses corps intermédiaires. Le taux d'adhésion syndical en France est de 8 %, contre 17 % en Allemagne, 34 % en Italie, et 67 % en Suède<sup>87</sup>. Et 61 % des Français ne sont membres d'aucune association, contre 38 % en moyenne en Europe, et 16 % aux Pays-Bas<sup>88</sup>. Ceci rend difficile en France la réflexion sur les améliorations incrémentales qui pourraient être apportées au système et pousse le débat vers sa remise en cause globale.

En résumé :

- L'attitude de l'opinion vis-à-vis du capitalisme diffère selon les pays de manière peu corrélée aux indicateurs de ses conséquences pour la majorité des citoyens.
- C'est, semble-t-il, davantage autour des conséquences du capitalisme pour les individus placés dans les situations extrêmes que se polarise l'opinion.
- Le rejet du capitalisme est particulièrement fort en France.
- La force de ce rejet semble plus liée à des caractéristiques sociales et institutionnelles qu'aux résultats économiques du capitalisme en France comparés à ceux de ses partenaires.

---

<sup>86</sup> Algan Y., C. Malgouyres et C. Sénik (2020), "Territoires, bien-être et politiques publiques", *Notes du Conseil d'Analyse Économique*, n° 55.

<sup>87</sup> BIT (2019), *Statistics on union membership*.

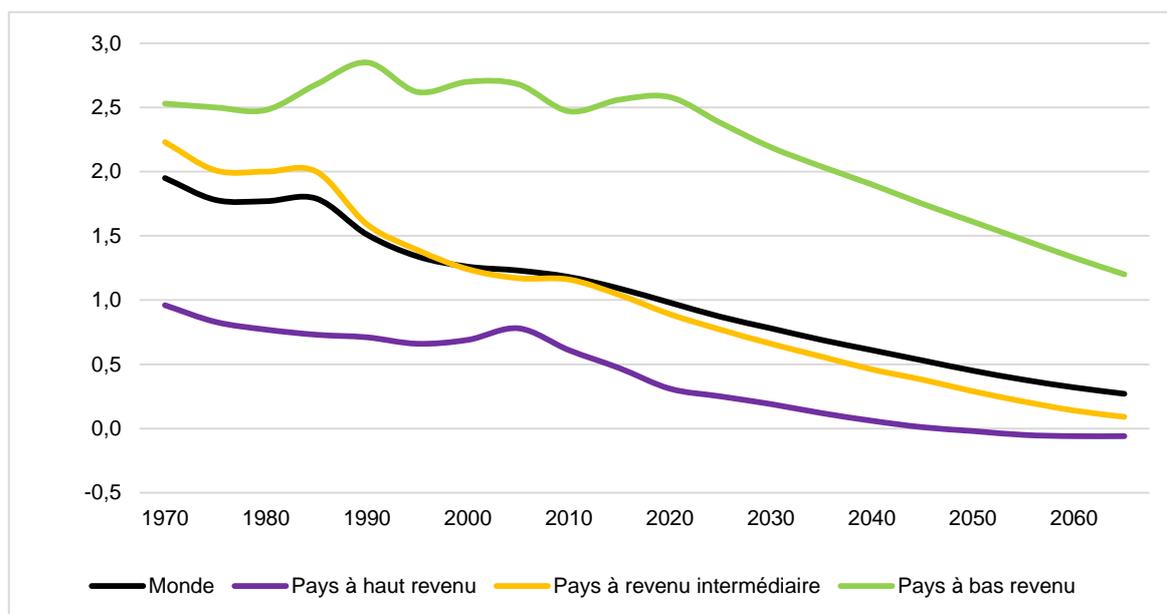
<sup>88</sup> Parodi M. (1999), "La participation aux associations en Europe", *Revue de l'OFCE*, vol. 71, pp. 313-325.

### 3. Les tendances qui sous-tendent les performances du capitalisme

#### 3.1 Les évolutions démographiques

La démographie affecte les performances économiques, sociales et environnementales par plusieurs canaux<sup>89</sup>. D'abord, au niveau mondial, la poursuite d'une croissance plus rapide de la population des pays les plus pauvres continuera à peser sur la croissance du PIB par tête global via un effet de structure, même si ce frein devrait quelque peu s'affaiblir avec le ralentissement démographique plus marqué dans les pays à bas revenu que dans les autres (Graphique 22).

**Graphique 22 : Taux annuel de croissance de la population (%)**



Source : ONU, *World Population Prospects 2019*.

Au-delà de ses effets arithmétiques sur le PIB par tête et sa croissance (voir section 1), la démographie peut affecter le fonctionnement du capitalisme de plusieurs manières. D'abord, elle affecte les taux d'épargne et d'investissement, et donc sur le taux d'intérêt qui les équilibre et rémunère le capital. Plus généralement, elle modifie l'offre relative de capital et de travail. Elle peut aussi affecter la productivité moyenne du travail par d'autres canaux, tels que déformation de la demande ou la structure par âge de la population active. Dans les pays dotés de systèmes de retraite par répartition, une hausse du ratio de dépendance peut en outre conduire à une hausse des prélèvements obligatoires, affectant eux aussi le coût relatif du travail et du capital. Enfin, via les déformations précédentes et en fonction de la composition de l'offre de travail, elle détermine sa rémunération à différents niveaux de qualification, et donc les inégalités.

#### 3.1.1 Démographie et rémunération du capital

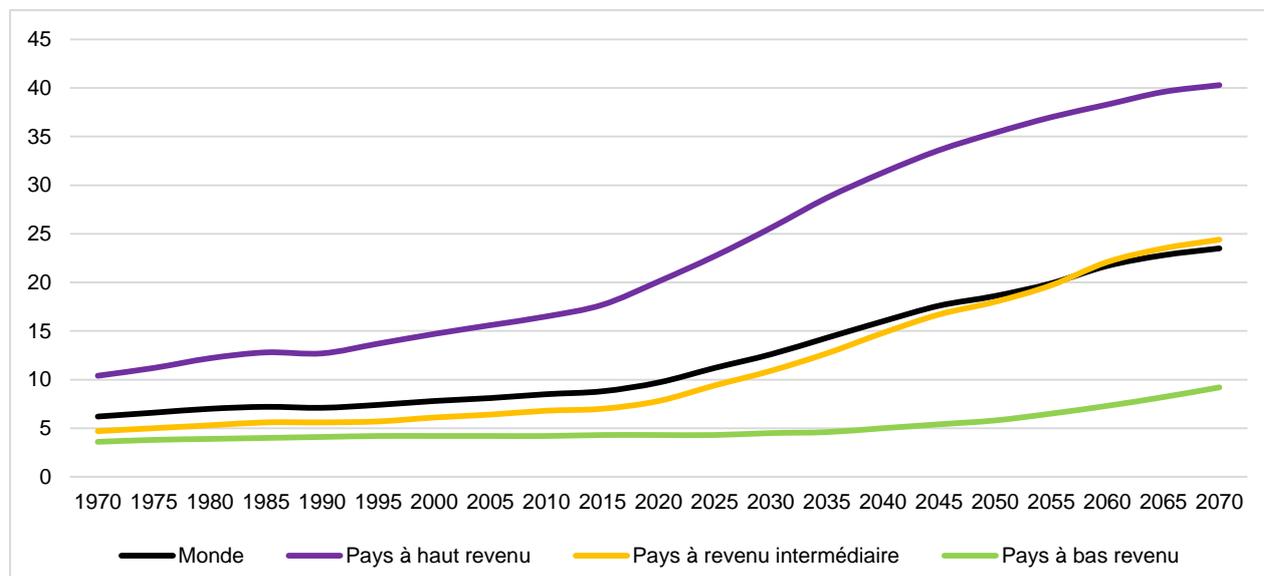
Le ralentissement de la population mondiale résulte d'un double mouvement. D'une part, l'espérance de vie devrait progresser de 7 ans dans le monde d'ici 2070, contre 14 ans pendant les 50 dernières années. D'autre part, les naissances devraient continuer à ralentir dans les pays à revenu bas ou intermédiaire, quoiqu'à un rythme moindre que pendant les dernières décennies, et ce phénomène domine la baisse de la mortalité.

Ces évolutions devraient conduire à une explosion des ratios de dépendance dans le monde entier, et c'est elle qui devrait avoir les conséquences les plus lourdes. Entre 2020 et 2070, le ratio de dépendance des

<sup>89</sup> Blanchet D. (2001), "L'impact des changements démographiques sur la croissance et le marché du travail : faits, théories et incertitudes", *Revue d'Économie Politique*, vol. 111, pp. 511-564.

personnes âgées de plus de 70 ans sera multiplié par deux dans les pays avancés (de 20 % à 40 %) et par trois dans les pays intermédiaires (de 8 % à 24 %) (Graphique 22).

**Graphique 23 : Ratio de dépendance (population > 70 ans / population entre 20 et 70 ans) (%)**



Source : ONU, *World Population Prospects 2019*.

Ces transformations démographiques affectent l'investissement et l'épargne, et donc le taux d'intérêt d'équilibre. En ce qui concerne l'investissement, on peut s'attendre, d'une part, à ce que la raréfaction du facteur travail conduise à sa substitution par du capital et, d'autre part, à ce que le ralentissement anticipé de la croissance pèse sur l'investissement, sans qu'il soit facile de discerner l'effet dominant.

En ce qui concerne l'épargne, trois canaux principaux devraient intervenir de manière séquentielle. D'abord l'augmentation de l'espérance de vie pousse l'épargne à la hausse (pour faire face à une vieillesse plus longue) et le taux d'intérêt à la baisse. Ensuite, selon les modèles de cycle de vie, la baisse de la natalité et l'accroissement de la part de la population âgée devraient se traduire par davantage de désépargne, et donc une hausse du taux d'intérêt, toutes choses égales par ailleurs. Enfin, la hausse du ratio de dépendance et la raréfaction du facteur travail qui lui correspond poussent la rémunération relative du capital par rapport au travail, et donc le taux d'intérêt, à la baisse.

L'effet net de ces différents phénomènes varie dans le temps et selon l'avancement des différents pays dans le processus de vieillissement. En effet, les marchés financiers étant très probablement destinés à rester beaucoup plus mondialisés que ceux du travail, c'est la démographie mondiale qui pèse sur les taux d'intérêt alors que les caractéristiques démographiques nationales déterminent le coût du travail. Au total, ce sera donc la démographie relative d'un pays par rapport au reste du monde qui jouera sur le coût relatif des facteurs et, via celui-ci, sur leur demande (*cf. infra*).

Sur le passé, à travers ces trois effets combinés, la démographie serait responsable d'une baisse de l'ordre de 1 point du taux d'intérêt réel d'équilibre depuis les années 1980<sup>90</sup>. À l'avenir, on s'attend à ce que le taux d'épargne baisse à nouveau de 1 à 2 points au niveau mondial, ce qui inverserait la tendance observée depuis les années 1990<sup>91</sup>. La baisse du taux d'épargne (et de la balance courante) devrait être plus marquée dans les pays où le ratio de dépendance augmente plus fortement, en particulier en Chine ou au Japon, tandis que l'épargne devrait augmenter dans les pays où l'espérance de vie croît davantage, en

<sup>90</sup> Carvalho C., A. Ferrero et F. Nechio (2016), "Demographics and Real Interest Rates", *European Economic Review*, vol. 88 (C), pp. 208-226 ; Rachel L. et T. Smith (2015), "Secular Drivers of the Global Real Interest Rate", *Bank of England Centre for Macroeconomic Discussion Papers*, n° 1605 ; Gagnon E., B. Johansson et D. Lopez-Salido (2016), "Understanding the new normal: The role of demographics", *Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series*, n° 2016/080.

<sup>91</sup> Guillemette Y., A. De Mauro et D. Turner (2018), "Saving, investment, capital stock and current account projections in long-term scenarios", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1461.

particulier en Afrique. Au total, à partir du milieu des années 2030, la démographie devrait exercer une pression légèrement positive sur les taux d'intérêt d'équilibre, qui devraient remonter d'environ 1 point, mais sur plusieurs décennies<sup>92</sup>.

Dans le même temps, le facteur travail va se raréfier dans les pays à haut revenu, au sens où la part de la population en âge de travailler dans la population totale y baissera d'environ 8 points, alors qu'elle restera stable dans les pays à revenu intermédiaire (en moyenne), et augmentera de 13 points dans les pays à bas revenu, qui bénéficieront du dividende démographique attaché à la baisse de la natalité prévue par les projections de l'ONU<sup>93</sup>. À partir des années 2030, dans les pays émergents ou en développement, on s'attend donc à ce que la stabilité ou l'abondance de l'offre de travail et la raréfaction du capital conduisent à une baisse du coût relatif du travail. Dans les pays développés, à la fois le capital et le travail devraient se raréfier, mais il semble que c'est l'effet de contraction de l'offre de travail qui doit dominer. On y assisterait donc à une hausse relative du coût du travail par rapport à celui du capital, poursuivant la tendance récente (*cf. infra*).

La façon dont ces variations de prix relatifs des facteurs sont susceptibles d'affecter leur demande par les entreprises et la productivité dépend de la technologie de production, c'est-à-dire des possibilités qu'a chaque secteur d'adapter la façon dont il combine capital et travail pour maximiser ses objectifs (*cf. infra*).

En résumé :

- La démographie explique une part significative de l'excès d'épargne apparu depuis 30 ans et plus d'1½ point de la baisse des taux d'intérêt.
- La démographie devrait faire remonter les taux d'intérêt, mais seulement d'ici une quinzaine d'années et seulement lentement (de l'ordre de 1 point sur les 25 années suivantes).
- Le vieillissement devrait faire augmenter le coût du travail dans les pays riches, mais le faire baisser dans les pays pauvres ou à revenu intermédiaire.

### 3.1.2 Démographie et productivité

Les liens entre fertilité et productivité ont été abondamment discutés, que ce soit par des tentatives d'endogénéisation théorique de la natalité (les enfants étant considérés comme un investissement dont les ménages rationnels comparent le rendement à celui d'investissements en capital physique ou humain<sup>94</sup>), ou sur la base d'estimations empiriques<sup>95</sup>, en général avec des conclusions peu tranchées.

Au-delà des effets passant par le coût relatif des facteurs, le vieillissement de la population pourrait affecter la productivité du travail par trois canaux : (1) la productivité varie avec l'âge des actifs ; (2) la productivité varie avec la composition de la production, qui varie avec la structure de la consommation en particulier des services non échangeables, qui elle-même varie avec l'âge ; et (3) le vieillissement a un impact ambigu sur l'investissement, résultant de la substitution de capital au travail (comme observé avec la robotisation au Japon) et de la réduction de l'investissement agrégé compte tenu du ralentissement des marchés.

En France, on estime que la productivité des salariés augmente avec l'âge jusque vers 40 ans, puis se stabilise, avant de rediminuer faiblement à partir de 55 ans<sup>96</sup>. Le vieillissement de la population active a donc plusieurs effets sur la productivité qui jouent en sens inverses : l'accroissement de la part des plus de 55 ans dans l'emploi réduit la productivité moyenne ; mais la hausse de la part des travailleurs entre 40 et 55 ans l'augmente. En tout état de cause, ces effets et leur résultante semblent trop faibles pour que,

<sup>92</sup> Guillemette Y. et D. Turner (2018), "The long view: Scenarios for the world economy to 2060", *OECD Economic Policy Paper*, n° 22.

<sup>93</sup> ONU (2019), *World Population Prospects*.

<sup>94</sup> Becker G. *et al.* (1990), "Human Capital, Fertility, and Economic Growth", *Journal of Political Economy*, vol 98 (5), pp. 12-37.

<sup>95</sup> Laich M. et A. Schneider (2013), "The Linkage between Fertility and Labor Productivity: A European Perspective", *Eastern Economic Journal*, vol. 40, pp. 405-419.

<sup>96</sup> Aubert P. et B. Crépon (2004), "La productivité des salariés âgés : une tentative d'estimation", *Économie et Statistique*, vol. 368, pp. 95-119.

combinés aux évolutions constatées de la structure par âge des actifs, ils puissent expliquer une part significative du ralentissement de la productivité agrégée (moins de 1 point de variation en niveau sur plusieurs décennies)<sup>97</sup>.

La structure de la consommation varie au cours du cycle de vie. Le vieillissement la déforme en faveur de la consommation de services, un secteur dont les gains de productivité sont plus faibles que pour les biens manufacturés. Là encore, cependant, cette déformation est trop faible et le vieillissement du consommateur moyen trop faible et trop lent pour induire une baisse significative de productivité. En effet l'augmentation du nombre de personnes âgées dépendantes, de loin le facteur de loin le plus important dans la déformation de la consommation, ne conduirait qu'à une augmentation de moins de 1½ point de la part des dépenses liées à la dépendance dans le PIB d'ici à 2060<sup>98</sup>. Par ailleurs, cette hausse, qui représente un doublement de la demande pour ces services, devrait aussi induire une accélération de la concurrence et des gains de productivité dans ce secteur.

En résumé :

- Le vieillissement de la population active ne joue que très marginalement sur la productivité du travail.
- La déformation de la structure de la consommation induite par la démographie est trop lente et trop faible pour expliquer une baisse de la productivité agrégée.
- L'essentiel des effets de la démographie sur la productivité du travail passe donc par les variations du taux d'épargne et du coût relatif du capital et du travail.

### 3.2 Le progrès technique

La notion de « progrès technique » recouvre pour les économistes l'évolution des paramètres de la fonction de production qui sert à modéliser la façon dont le secteur productif utilise et rémunère le capital et le travail. L'estimation de ces paramètres et le jugement qu'on peut en tirer sur le rôle du progrès technique dépendent donc à la fois de l'utilisation et de la rémunération des facteurs que l'on peut observer et de la spécification retenue pour la fonction de production.

L'explication des évolutions du capitalisme par le progrès technique a donc à la fois quelque chose de tautologique et d'arbitraire, puisque le progrès technique est calculé comme un résidu (voir partie 1). Pour autant, ces investigations sont loin d'être vides de sens, ne serait-ce qu'en raison de la forte stabilité des paramètres estimés. De façon générale, la notion de progrès technique permet de réfléchir aux développements du secteur productif qui ne résultent pas directement de l'évolution des facteurs de production.

Le terme de progrès technique peut ainsi recouvrir aussi des évolutions qui ont peu à voir avec la technologie. Par exemple, dans beaucoup de spécifications utilisées dans les exercices de comptabilité de la croissance, les progrès quantitatifs ou qualitatifs de l'enseignement se traduiront par des gains de PGF, mal discernables de l'innovation technologique<sup>99</sup>. De même, l'accès prioritaire des femmes les plus diplômées au marché du travail, en apportant un gain de compétences jusqu'alors non mobilisées, a été enregistré comme de la PGF. Ces gains de « progrès technique » dans le passé, au caractère

<sup>97</sup> Blanchet D. (2002), "Le vieillissement de la population active : ampleur et incidence", *Économie et Statistique*, vol. 355-356, pp. 123-138.

<sup>98</sup> Roussel R. (2017), "Personnes âgées dépendantes : les dépenses de prise en charge pourraient doubler en part de PIB d'ici à 2060", *Études et Résultats de la DREES*, n° 1035.

<sup>99</sup> Mankiw G., D. Romer et D. Weil (1992), "A Contribution to the Empirics of Economic Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 107 (2), pp. 407-437. À la suite de la modélisation proposée par ces auteurs, des spécifications plus sophistiquées introduisent le capital humain pour identifier spécifiquement la contribution de l'éducation à la productivité. Lorsque sont surmontées les difficultés de mesure, on trouve généralement un rendement de l'investissement en capital humain supérieur à celui du capital physique, traduisant pour partie les externalités positives de l'accumulation de celui-ci. Botev J., B. Egert, S. Smidova et D. Turner (2019), "A new macroeconomic measure of human capital with strong empirical links to productivity", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1575.

inévitablement transitoire, contribuent peut-être à expliquer une partie du ralentissement actuel.

Trois aspects des technologies et de leur progrès sont examinés ici rapidement sous l'angle de leur contribution aux évolutions de capitalisme : la contribution des facteurs à la valeur ajoutée ; les rendements d'échelle ; et la substituabilité entre le capital et le travail. En filigrane de ces évolutions se pose la question du rôle de l'automatisation des tâches et de ses conséquences, en particulier sur les inégalités.

### 3.2.1 Progrès technique et part du travail dans la valeur ajoutée

La modélisation la plus simple et la plus répandue du secteur productif suppose constants les rendements d'échelle et unitaire l'élasticité de substitution entre capital et travail<sup>100</sup>. Cela correspond à la fonction de production de Cobb-Douglas, dans laquelle le PIB (en volume) dépend des facteurs, notamment le travail (L, généralement mesuré par le nombre total d'heures travaillées, plutôt que par le nombre de personnes physiques en emploi) et le capital (K), et de la productivité globale des facteurs (PGF, estimée comme le résidu d'une équation de Solow). Ainsi l'équation spécifiée s'écrit :

$$PIB = PGF \cdot K^\alpha \cdot L^{1-\alpha}$$

Le coefficient  $\alpha$ , égal à environ 1/3 et généralement supposé stable, correspond à l'élasticité de la production au stock de capital. Il représente aussi la part de la rémunération du capital dans la valeur ajoutée, qui résulte à fois des volumes de capital et de travail mobilisés et de leurs rémunérations respectives. Une hausse du paramètre  $\alpha$  se traduit par une déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur du capital, et peut être interprétée comme résultant d'un progrès technique biaisé en faveur du capital. Empiriquement, il n'est cependant pas facile de séparer les effets d'un progrès technique biaisé de ceux d'une évolution de la concurrence (Encadré 4), ni des effets de la crise financière récente sur la mobilisation du travail et la productivité (Encadré 5).

#### Encadré 4 : Progrès technique biaisé ou hausse du taux de marge ?

Si le cadre d'analyse sur la base d'une fonction de production Cobb-Douglas est adapté pour reproduire la relative stabilité de la part du travail dans la valeur ajoutée sur le long terme, un fait stylisé mis en évidence depuis longtemps<sup>101</sup>, il n'est pas adapté à l'étude des dynamiques de la part du travail dans la valeur ajoutée, observables sur des horizons de temps plus courts, ni à celle de l'évolution baissière de moyen terme mise en évidence sur les années récentes dans certaines économies avancées<sup>102</sup>.

Il convient alors en effet de relâcher soit la contrainte que les marchés sont en concurrence parfaite, soit celle que l'élasticité  $\alpha$  de la production au stock de capital est stable. Pour cela, la modélisation retenue est généralement celle d'une économie caractérisée par une fonction de production Cobb-Douglas avec une entreprise représentative sans pouvoir de marché sur les marchés des facteurs, mais disposant d'un pouvoir de marché sur celui des produits. Cela lui permet de vendre ses produits avec un taux de marge  $\mu$  appliqué au coût marginal de production. La part du travail dans la valeur ajoutée est alors  $1-\alpha \cdot \mu$ , et elle peut varier soit sous l'effet d'un progrès technique biaisé qui affecteraient  $\alpha$ , soit sous l'effet de modifications du pouvoir de marché de l'entreprise représentative qui affecteraient  $\mu$ .

Il est cependant difficile d'identifier séparément une évolution de  $\alpha$  et de  $\mu$ , les deux effets étant mal discernables. Une estimation de fonctions de production sur données américaines suggère un biais technologique en faveur du capital, dont la robustesse reste cependant à établir<sup>103</sup>. Sous l'hypothèse de taux de marge fixé sur le marché des biens, on peut mettre en évidence une hausse du paramètre  $\alpha$  depuis les années 1980 aux États-Unis, qui traduirait un renforcement du processus d'automatisation<sup>104</sup>.

<sup>100</sup> Cette spécification est utilisée par la DG Trésor, la Commission européenne et la plupart des organisations nationales et internationales pour leurs estimations de la croissance et du PIB potentiels.

<sup>101</sup> Kaldor N. (1957), "A Model of Economic Growth", *Economic Journal*, vol. 67, pp. 591-624.

<sup>102</sup> Santaella-Llopis R. et J.-V. Rios-Rull (2010), "Redistributive Shocks and Productivity Shocks", *Journal of Monetary Economics*, vol. 57 (8), pp. 931-948.

<sup>103</sup> Blanchard O. (1997), "The Medium Run", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 28 (2), pp. 89-158.

<sup>104</sup> Caballero R., E. Farhi et P.-O. Gourinchas (2017), "Rents, Technical Change, and Risk Premia: Accounting for Secular Trends in Interest Rates, Returns on Capital, Earning Yields and Factor Shares", *American Economic Review*, vol. 107 (5), pp. 614-620.

Cette identification ne permet cependant pas d'exclure une hausse du taux de marge, plutôt que du paramètre  $\alpha$ .

Une étude sur la France essaie de distinguer les effets de l'automatisation et les effets concurrentiels sur les évolutions du partage de la valeur ajoutée depuis 1984<sup>105</sup>. Pour cela les élasticités des facteurs à la production sont estimées dans le cadre d'un modèle très général de fonction de production, puis les taux de marge en sont inférés en faisant l'hypothèse que les entreprises cherchent à minimiser leurs coûts. Il existe alors une relation de proportionnalité entre les taux de marge et l'inverse de la part du travail dans la valeur ajoutée, le coefficient de proportionnalité étant  $1-\alpha$ <sup>106</sup>. À partir de cette relation, les contributions respectives des variations du taux de marge et de l'automatisation à l'évolution de la part du travail dans la valeur ajoutée sont identifiées pour chaque entreprise.

En France, l'élasticité de production relative au travail a légèrement augmenté entre 1984 et 2016. Autrement dit, les entreprises (pour une production et un nombre d'employés donnés) peuvent accroître plus que par le passé leur production grâce à une unité de travail supplémentaire, ce qui peut s'interpréter aussi comme une baisse du recours marginal à l'automatisation. Cela aurait fait légèrement augmenter la part du travail dans la valeur ajoutée. La baisse des taux de marge favoriserait, elle aussi, une hausse de la part du travail. Néanmoins, les réallocations intra-sectorielles ont conduit les entreprises les plus grosses, avec la part du travail la plus faible, à gagner des parts de marché. La combinaison de ces trois effets expliquerait la relative stabilité du travail dans la valeur ajoutée en France.

#### **Encadré 5 : Effets du progrès technique et de la crise de 2009 sur le partage de la valeur ajoutée**

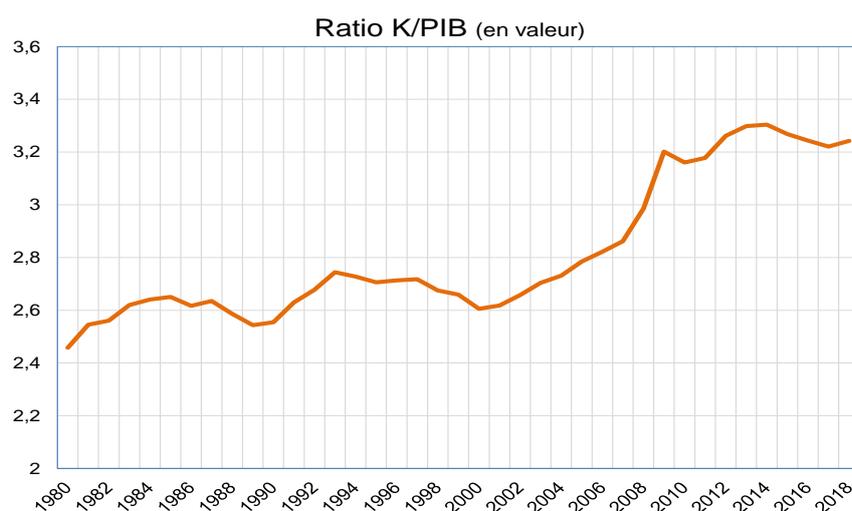
Selon les comptes de patrimoine de l'Insee, le stock de capital rapporté au PIB aurait légèrement augmenté en France entre 1980 et 2000 avant d'accélérer ensuite jusqu'à la crise financière, puis de se stabiliser ensuite.

La question se pose de savoir si la hausse des années 2000 reflète une évolution des technologies (une hausse de  $\alpha$  dans la fonction de production) ou le ralentissement de la productivité du capital à l'approche de la crise.

<sup>105</sup> Bauer A. et J. Boussard (2020), "Pouvoir de marché et part du travail", *Économie et Statistique*, n° 520-521, pp. 124-146.

<sup>106</sup> De Loecker J. et F. Warzynski (2012) "Markups and Firm-Level Export Status" *American Economic Review*, vol. 102 (6), pp. 2437-2471. Aghion P., N. Bloom, R. Blundell, R. Griffith et P. Howitt (2005), "Competition and innovation: an inverted- U relationship", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 120 (2), pp. 701-728. Autor D., D. Dorn, L.F. Katz, C. Patterson et J. Van Reenen (2020), "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135 (2), pp. 645-709

## Valeur du stock de capital rapporté au PIB



Source : Insee (Comptes nationaux 2018) et calculs DG Trésor.

Par ailleurs, la « règle d'or » maximisant la consommation par agent conduirait à un taux d'épargne et d'investissement égal à la part  $\alpha$  de la rémunération du capital dans la valeur ajoutée. Pourtant en France, comme dans la plupart des pays développés, ce taux (qui comprend l'investissement public) y est sensiblement inférieur, fluctuant autour d'une valeur moyenne de 22 %.

Au total, on ne dispose pas d'élément permettant d'affirmer que la hausse de la part du capital dans le PIB provient d'une déformation du paramètre  $\alpha$  de la fonction de production, et c'est le ralentissement de la PGF qui reste l'explication la plus plausible.

Les études disponibles suggèrent des évolutions assez différentes en France, où le progrès technique ne semble pas biaisé en faveur du capital, et aux États-Unis, où il le serait. Dans les deux cas, ce serait lié à l'automatisation des tâches dans les entreprises, toujours vive aux États-Unis alors qu'elle ralentirait en France, ce qui pourrait par ailleurs expliquer la divergence de la PGF entre les deux pays (Graphique 5)<sup>107</sup>.

En résumé :

- Des études sur données américaines font état d'un progrès technique légèrement biaisé en faveur du capital, cependant mal discernable d'une baisse de la concurrence entre entreprises.
- En France, si le progrès technique est biaisé, ce serait plutôt en faveur du travail, et la concurrence ne recule pas.
- Les évolutions divergentes entre la France et les États-Unis refléteraient un retard français dans l'automatisation des entreprises.
- En France, la hausse du stock de capital, malgré un taux d'investissement plus bas qu'attendu, traduirait donc le ralentissement de la PGF et non un biais du progrès technique.

<sup>107</sup> Au Royaume-Uni, c'est le dynamisme des salaires dans un contexte de plein emploi qui a favorisé la hausse de leur part dans la valeur ajoutée. Le fait que cela n'ait pas été contrecarré par une substitution du capital au travail pourrait refléter un effet de composition dû à la spécialisation de l'économie dans les services, au détriment de l'industrie plus capitaliste.

### 3.2.2 Progrès technique et rendements d'échelle

Les rendements d'échelle sont définis comme l'effet sur la quantité produite d'une augmentation proportionnelle des volumes de tous les facteurs de production. Ils sont dits unitaires si la production augmente proportionnellement aux quantités de travail et de capital, croissants si elle augmente plus que proportionnellement. Dit autrement, les coûts moyens de production diminuent avec la taille de la production dans les secteurs où les rendements sont croissants, alors qu'ils sont inchangés dans le cas de rendements constants. (Si les rendements peuvent être décroissants au niveau de chaque unité de production, on ne s'attend pas à ce qu'ils puissent l'être significativement au niveau sectoriel dans le secteur marchand concurrentiel, puisque la réplique des unités de production suffit à profiter des rendements les plus forts associés aux petites unités.)

Des rendements croissants ont été identifiés de longue date dans de nombreux secteurs où existent des coûts fixes pour s'établir ou pour commencer à produire de manière efficace (par exemple, dans l'agriculture). L'apparition de l'économie numérique et les effets de réseaux qui l'accompagnent dans de nombreux secteurs amènent à se demander si ce phénomène s'est accru significativement et aurait ainsi fait évoluer la nature des rendements d'échelle sectoriels et macroéconomiques. Dans les secteurs où les rendements sont croissants, les entreprises de taille plus importante sont plus efficaces et peuvent à la limite s'imposer comme des monopoles naturels. On peut s'attendre à l'apparition de rentes dans ces secteurs, s'ils ne sont pas régulés de manière adéquate. De telles rentes pourraient à leur tour expliquer la déformation du partage de la valeur ajoutée observée dans certains pays. Cette explication peut être alternative ou complémentaire à l'idée que c'est un affaiblissement des politiques de la concurrence qui serait responsable de la hausse de la part des profits, en particulier aux États-Unis<sup>108</sup>.

La nature des rendements d'échelle varie selon les secteurs économiques. Estimés sur données annuelles françaises pour 14 secteurs entre 1978 et 2017, les rendements d'échelle seraient unitaires dans la moitié des branches considérées, en particulier dans la plupart des branches industrielles, la construction, les services de technologies de l'information et de la communication (TIC) et les services aux entreprises. Ailleurs ils seraient proches de l'unité, sauf dans l'agriculture, où ils seraient croissants, et dans les services non marchands, où ils seraient décroissants (Tableau 5 et Annexe 2).

Répliquée sur données agrégées, l'analyse montre que l'économie marchande française dans son ensemble est caractérisée par des rendements unitaires. Le même résultat est observé aux États-Unis, où les rendements d'échelle seraient proches de l'unité pour l'économie dans son ensemble<sup>109</sup>.

En France sur longue période, les rendements d'échelle auraient eu tendance à augmenter très légèrement dans un nombre limité de branches (matériels de transport, électrique-électronique, commerce-hébergement-entrepôt, services TIC, services aux entreprises). Mais en même temps les effets de structure, en particulier la baisse de la part de l'agriculture, ont compensé cette tendance au niveau agrégé, pour lequel les rendements d'échelle ne semblent pas dévier de l'unité.

---

<sup>108</sup> Philippon T. (2019), *The Great Reversal: How America Gave Up on Free Markets*, Harvard University Press.

<sup>109</sup> Covarrubias M., G. Gutiérrez et T. Philippon (2019), "From Good to Bad Concentration? US Industries over the past 30 years", *NBER Working Paper*, n° 25983.

**Tableau 5 : Évolution des rendements d'échelle sectoriels**

	1978	2000	2017
Agriculture	1,5	1,6	1,5
Matériels de transport	0,9	1,0	1,0
Bois-papier	0,8	0,8	0,8
Chimie	1,0	1,0	1,0
Caoutchouc-plastique	1,0	1,0	1,0
Métallurgie	0,9	0,8	0,8
Construction	1,0	1,0	1,0
Agroalimentaire	1,0	1,0	1,0
Électrique-électronique	0,8	0,9	0,9
Autres industries-réparation	1,1	1,2	1,1
Commerce-hébergement-entreposage	1,2	1,2	1,3
Services TIC	0,8	0,9	0,9
Services aux entreprises	0,9	1,0	1,0
Services non marchands	0,7	0,7	0,7

Source : *Calculs DG Trésor.*

Lecture : Dans l'agriculture, les rendements d'échelle sont croissants (*i.e.* supérieurs à l'unité) mais n'ont pas significativement varié entre 1978 et 2017.

Il est probable qu'à un niveau plus fin, des rendements très croissants puissent être observés sur certains marchés, du fait d'effets de réseaux ou de l'existence de coûts fixes irrécouvrables. Les résultats précédents indiquent que le poids de ces secteurs dans l'économie reste marginal. Par ailleurs, d'autres facteurs que l'évolution des rendements d'échelle au sein des secteurs (tels que les politiques macroéconomiques ou les politiques commerciales) pèsent sur la dynamique de la spécialisation productive de l'économie française et l'évolution de ses caractéristiques<sup>110</sup>.

En résumé :

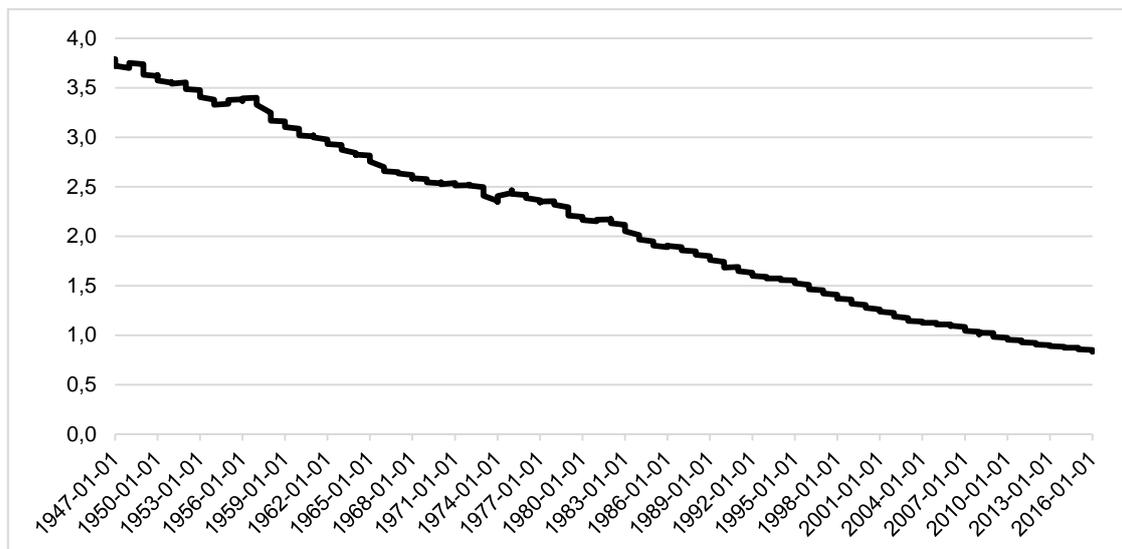
- Au niveau agrégé de l'économie marchande, les rendements d'échelle sont proches de l'unité en France comme aux États-Unis.
- Les rendements d'échelle augmenteraient légèrement dans certains secteurs, mais ce serait compensé par les évolutions de la composition sectorielle de la production.
- L'empirie ne confirme donc pas l'idée selon laquelle la déformation du partage de la valeur ajoutée serait un mal nécessaire aux gains d'efficacité résultant des technologies numériques.

### 3.2.3 Progrès technique et substitution du capital au travail

Le coût du capital a baissé dans la plupart des pays sous l'effet conjugué de la baisse des taux d'intérêt, de la baisse de la taxation du capital, et de la baisse du prix des investissements. Grâce au progrès technique plus rapide dans ce secteur que dans le reste de l'économie, le prix relatif des biens d'équipement décroît en effet très régulièrement depuis la fin de la deuxième guerre mondiale et il a été divisé par trois depuis 1970. Cette tendance ne donne pas de signe d'affaiblissement, même si elle connaît de légers ralentissements pendant les périodes de récession (Graphique 24).

<sup>110</sup> Faquet R., C. Rachiq et L. Le Saux, (2019), "Spécialisation productive et compétitivité de l'économie française", *Trésor-Éco*, n° 248.

**Graphique 24 : Prix relatif des biens d'investissement aux États-Unis (Base 1 = 2009)**



Source : *Federal Reserve Bank of St. Louis (2019)*.

Note : Le prix relatif est calculé comme le déflateur de l'investissement divisé par celui de la consommation.

Cette baisse du prix de l'investissement a permis une augmentation du stock de capital par unité de travail et *in fine* de la productivité et des salaires. L'effet de la baisse du coût du capital sur le partage de la valeur ajoutée est cependant ambigu *a priori*, puisque la quantité de capital augmente, mais son coût unitaire baisse, et la rémunération du travail augmente.

L'effet net des variations des prix des facteurs dépend *in fine* de l'élasticité de substitution entre eux. Dans la modélisation Cobb-Douglas, la plus répandue, où l'élasticité de substitution est unitaire, les variations du coût du capital ou du travail n'ont aucun effet sur le partage de la valeur ajoutée, puisque les variations de prix sont exactement compensées par les variations dans les quantités de facteurs employées. Il faut donc recourir à des modélisations plus sophistiquées du secteur productif pour permettre d'envisager que les prix des facteurs jouent sur le partage de la valeur ajoutée, selon la valeur estimée de l'élasticité de substitution entre eux (Annexes 2 et 3).

Au niveau agrégé de l'économie, la plupart des travaux empiriques trouvent une élasticité de substitution entre le capital et le travail inférieure à l'unité, généralement comprise entre 0,5 et 0,7 aux États-Unis<sup>111</sup>. En France, le modèle macroéconométrique Mésange utilisé par la DG Trésor et l'Insee retient une élasticité de 0,44, celui de la Banque de France une élasticité de 0,53<sup>112</sup>. Les élasticités de substitution retenues dans les modèles d'équilibre général calculables, en général calibrés sur l'économie américaine, sont elles aussi en général nettement inférieure à l'unité<sup>113</sup>. Dans tous les cas, cela implique que la baisse tendancielle du prix relatif de l'investissement jouerait dans le sens d'une hausse de la part du travail dans la valeur ajoutée macroéconomique, et ne peut donc pas avoir contribué à la baisse constatée dans certains pays.

<sup>111</sup> Klump R., P. McAdam et A. Willman (2011), "The Normalized CES Production Function: Theory and Empirics", *ECB Working Paper Series*, n° 1294.

<sup>112</sup> Dufernez *et al.* (2017), "Le modèle macroéconométrique Mésange : réestimation et nouveautés", *Document de travail de la DG Trésor*, n° 2017/04 ; Lemoine M. *et al.* (2019), "Le modèle FR-BDF et une évaluation des effets de la politique monétaire en France", *Document de travail de la Banque de France*, n° 736.

<sup>113</sup> Cantore C., P. Levine, J. Pearlman et Bo Yang (2014), "CES Technology and Business Cycle Fluctuations", *University of Surrey School of Economics Discussion Paper*, n° 0414.

Le tableau est moins tranché lorsqu'on descend au niveau sectoriel. La substitution entre capital et travail dépend des secteurs, mais elle serait quasiment unitaire dans la plupart d'entre eux, du moins au sens où, lorsque le prix du capital diminue, la quantité relative de facteur travail diminue fortement, quasiment de un pour un. Autrement dit, la baisse du coût du capital n'aurait que peu d'influence sur le partage de la valeur ajoutée au sein de chaque secteur. Par ailleurs ces élasticités de substitution intrasectorielles ne semblent pas se modifier significativement au cours du temps (Annexe 3).

Cependant au niveau de l'économie agrégée, la part du travail dans la valeur ajoutée reflète aussi des effets de recomposition du secteur productif. Celle-ci peut être due à des évolutions de la productivité différentes entre les secteurs, mais aussi à des changements dans la demande interne ou dans les politiques commerciales. Ces effets de structure semblent dominer les évolutions dans la substitution intrasectorielle des facteurs. Par exemple, aux États-Unis, la baisse de la part de l'agriculture dans le PIB aurait fortement contribué à la hausse de la part du capital dans la valeur ajoutée nationale depuis les années 1960<sup>114</sup>.

En résumé :

- La baisse du coût des investissements ne pèse pas sur la part du travail dans la valeur ajoutée ; au niveau de l'économie agrégée, elle joue en sens inverse.
- Si le progrès technique joue sur le partage de la valeur ajoutée, c'est via la structure du secteur productif, qu'il contribue, parmi d'autres facteurs, à faire évoluer.

### 3.2.4 Progrès technique et inégalités

Lorsqu'on distingue différentes catégories de travail, on trouve généralement que la substituabilité du capital est faible avec le travail qualifié, mais nettement plus forte avec le travail non qualifié. L'automatisation des tâches représente le cas le plus extrême de substitution du capital au travail, surtout non qualifié, même si l'automatisation de certaines tâches qualifiées (dans le droit, par exemple) se développe. La baisse des prix de ces biens d'équipement fait donc baisser la demande relative de travail non qualifié, ce qui contribuerait à expliquer la polarisation de la distribution des salaires, voire, sous certaines hypothèses, une baisse de la part du travail dans la valeur ajoutée aux États-Unis<sup>115</sup>.

La relation du progrès technique aux inégalités est en effet complexe. L'automatisation fait pression à la baisse sur les salaires relatifs des non-qualifiés ; ces derniers néanmoins bénéficient de meilleures rémunérations dans les entreprises fortement automatisées (Encadré 6)<sup>116</sup>.

#### Encadré 6 : Innovation, salaires et compétences

Des travaux sur données britanniques ont montré que les firmes innovantes rémunèrent mieux leurs salariés et que ce gain est relativement plus élevé pour les travailleurs peu qualifiés, bien que le progrès technique soit biaisé en leur défaveur, puisque les firmes innovantes en emploient nettement moins que les autres firmes<sup>117</sup>.

Ce travail a été répliqué sur données français afin de tester la robustesse des résultats, sur la base d'un panel cylindré de 682 355 salariés travaillant dans 318 442 firmes différentes sur la période 2009-2014<sup>118</sup>. En examinant la relation entre les salaires et l'intensité de R&D des entreprises et plusieurs

<sup>114</sup> Alvarez-Cuadrado F., N. Van Long et M. Poschke (2017), "Capital-Labor Substitution, Structural Change, and Growth", *Theoretical Economics*, vol. 12 (3), pp. 1229-1266.

<sup>115</sup> Paul S. (2019), "A Decline in Labor's Share with Capital Accumulation and Complementary Factor Inputs: An Application of the Morishima Elasticity of Substitution", *IZA Discussion Paper*, n° 12219 ; Acemoglu D. et D. Autor (2011), "Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings", *Handbook of Labor Economics vol. 4b*, pp. 1043-1171, Elsevier.

<sup>116</sup> Acemoglu D. et P. Restrepo (2018), "Artificial Intelligence, Automation and Work", *NBER Working Paper*, n° 24196.

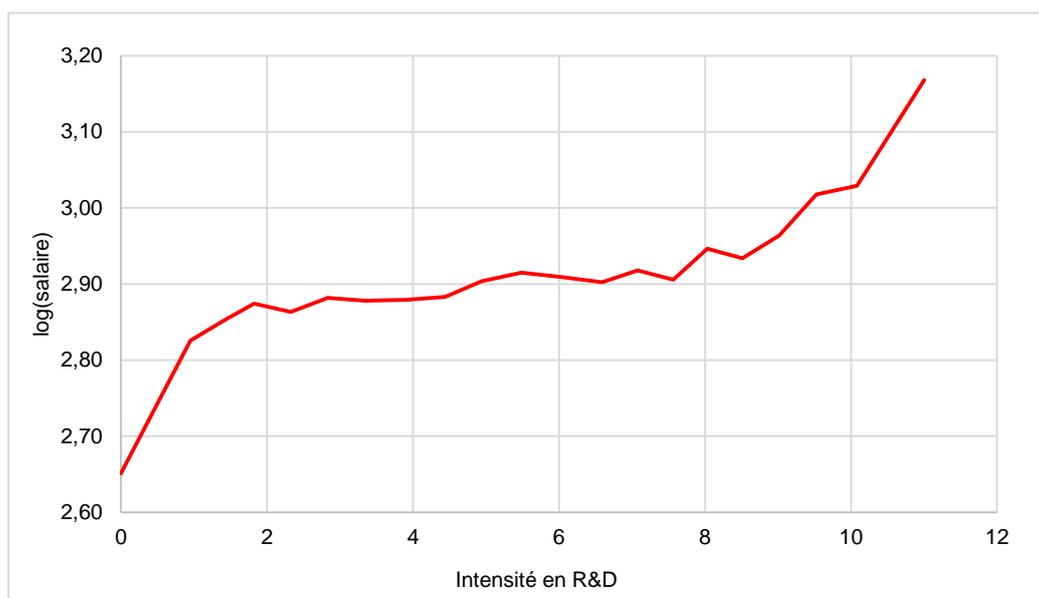
<sup>117</sup> Aghion, P. et al. (2019), "The Innovation Premium to Soft Skills in Low-Skilled Occupations", *Centre for Economic Performance Discussion Paper*, n° 1665.

<sup>118</sup> Mas C., R. Faquet et G. Roulleau (2020), "L'innovation peut-elle bénéficier aux employés peu qualifiés ?", *Documents de travail de la DG Trésor*, n° 2020/3.

autres variables identifiées comme significatives (sachant que 75 % des salariés-années du panel travaillent dans une firme ne réalisant aucune dépense de R&D), plusieurs résultats sont obtenus sur la relation entre innovation et salaires :

- En moyenne, et avant correction pour les caractéristiques des tâches et des salariés, le salaire des individus travaillant dans les firmes innovantes est supérieur à celui des individus dans les firmes non innovantes, pour toutes les catégories socio-professionnelles. Un individu travaillant dans une entreprise aux dépenses de R&D positives médianes gagne en moyenne 30 % de plus qu'un individu travaillant dans une firme n'effectuant pas de dépenses de R&D.
- Plus la firme est innovante, plus la différence salariale est importante : ainsi, un individu travaillant dans les 5 % de firmes les plus intensives en R&D gagne en moyenne 68 % de plus qu'un individu travaillant dans une firme n'effectuant pas de R&D. Si cet effet est conséquent, il est néanmoins nettement plus faible que dans le cas britannique, estimé à 150 %.
- L'élasticité du salaire à l'intensité en R&D est d'autant plus forte que l'individu est peu qualifié. Le salaire est 1,6 fois plus élastique à l'intensité R&D pour les individus peu qualifiés que pour les individus moyennement ou hautement qualifiés. Ce résultat est conforme à celui qui a été trouvé sur données britanniques, mais la sensibilité estimée du salaire à l'intensité en R&D est plus faible dans le cas français.

#### Salaire horaire brut en 2014 et intensité de R&D en France (en euros)



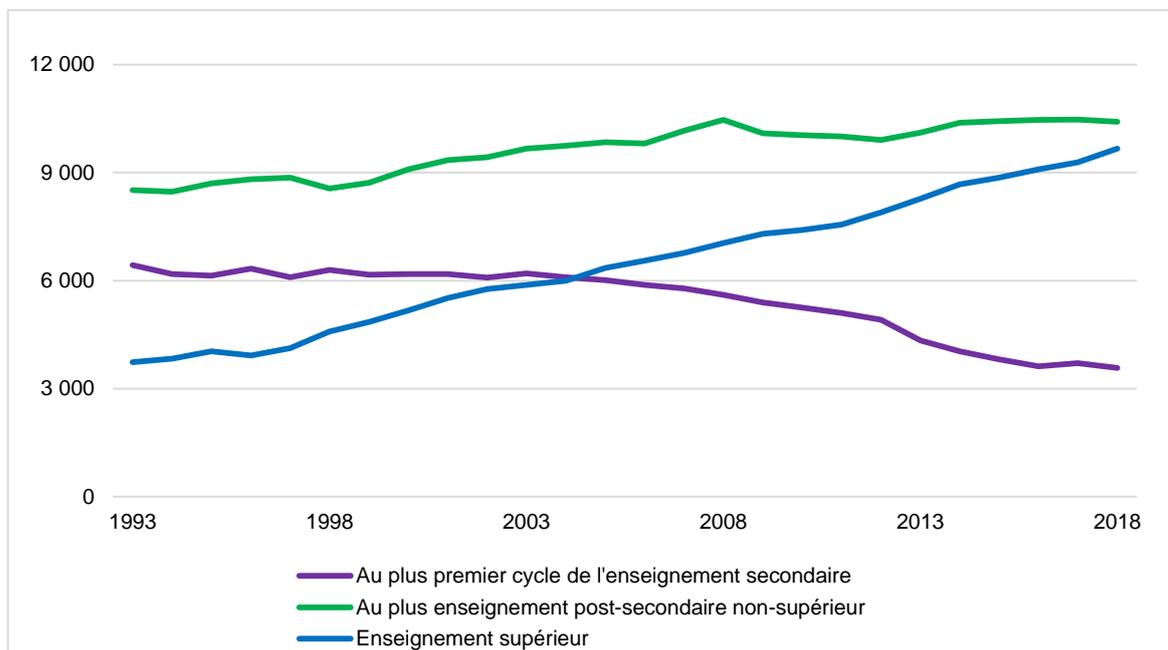
Sources : Bases GECIR 2009-2014 et DADS Panel salariés 2014, et calculs DG Trésor.

Note : L'intensité R&D d'une firme est définie comme la moyenne de son intensité en R&D sur les périodes où elle a effectué des dépenses de R&D. Le quantile 0 (correspondant au point 0 d'intensité de R&D) correspond à l'ensemble des firmes ayant effectué aucune dépense de R&D sur les 6 années de référence. Le point représentatif du vingtile sur la courbe correspond à la moyenne de l'intensité R&D du vingtile et la moyenne du log du salaire horaire.

En France, la substitution du capital au travail non qualifié a des effets beaucoup moins forts sur les inégalités qu'aux États-Unis pour plusieurs raisons. D'abord, l'automatisation est bien moins développée. Ensuite, la demande de travail qualifié ne permet pas d'absorber l'afflux de diplômés, en grande partie en raison d'une désadéquation des diplômés à la demande qualifications, ce qui conduit à un déclassement des diplômés (Graphique 25). Enfin, le niveau du salaire minimum empêche que les salaires des non-diplômés baissent pour rééquilibrer le marché du travail. Au total, les effets d'offre de travail sur les inégalités semblent donc dominer les effets de l'automatisation et conduire à un certain gonflement des

classes moyennes, accompagné d'un chômage élevé des non-diplômés<sup>119</sup>. Simultanément la distribution des salaires se déplace vers le haut mais ne devient pas significativement plus polarisée<sup>120</sup>.

**Graphique 25 : Nombre de salariés par niveau d'études (en milliers)**



Source : Insee, Enquête Emploi.

En résumé :

- Le fait que le capital soit davantage substituable au travail moins qualifié pèse sur la demande relative de travail essentiellement non qualifié, mais sans augmentation de cet effet dans le temps.
- La baisse du prix du capital et l'automatisation des tâches contribuent ainsi aux inégalités salariales aux États-Unis.
- En France les effets d'offre de qualifications domineraient ceux du progrès technique et conduiraient à un gonflement des classes moyennes et au chômage des non-diplômés.
- L'innovation dans une entreprise bénéficie cependant fortement aux non-qualifiés qu'elle emploie.

### 3.3 Les transformations de la finance

La crise financière de 2008 a amené à réexaminer la contribution du secteur financier à la croissance macroéconomique et en termes de risque global. En particulier, une attention nouvelle a été portée aux transformations qui ont affecté le financement de l'économie et au développement de nouvelles formes, non bancaires, d'intermédiation.

<sup>119</sup> Goux D. et E. Maurin (2019), "Quarante ans d'évolution de l'offre et de la demande de travail par qualification : Progrès technique, coût du travail et transformation sociale", *Économie et Statistique*, n° 510-511-512, pp. 131-147.

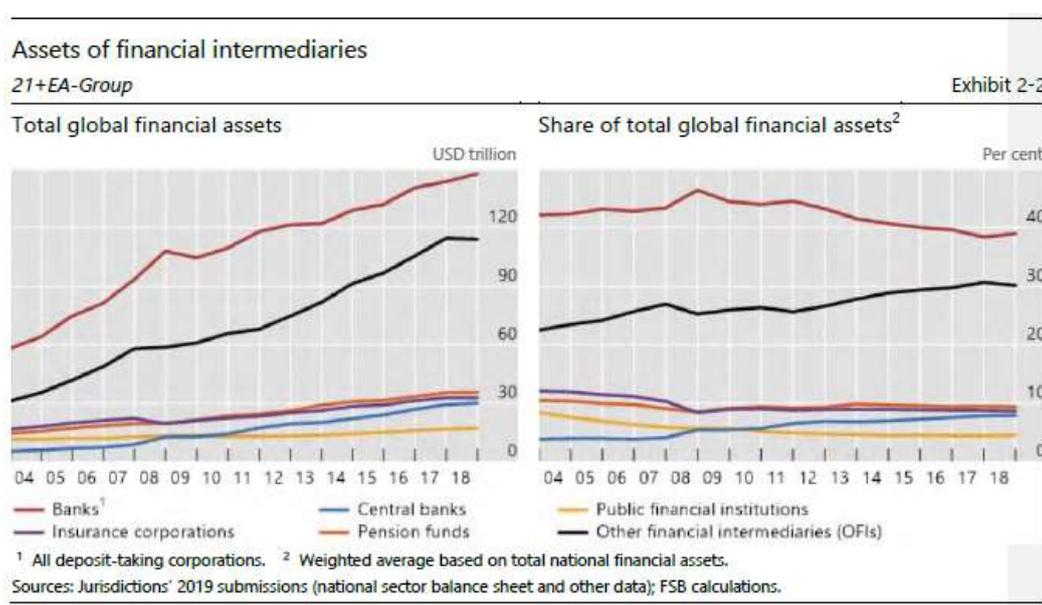
<sup>120</sup> Jolly C. et C. Dherbécourt (2020), "Polarisation du marché du travail : Y-a-t-il davantage d'emplois peu qualifiés ?", *Note d'Analyse de France Stratégie*, n° 98.

### 3.3.1 La financiarisation de l'économie mondiale

La taille du secteur financier augmente continuellement depuis des décennies, avec une accélération importante à partir des années 1980. La taille du secteur financier par rapport à l'économie réelle peut être mesurée par le montant des actifs détenus par les intermédiaires financiers rapporté au PIB, ou par la part de la valeur ajoutée du secteur dans le PIB.

Fin 2017, le montant des actifs détenus par le secteur financier mondial représente 48 % du PIB mondial, dont environ la moitié détenus par les banques, et le reste par les fonds de pension et les compagnies assurances (pour 9 % chacun), et d'autres intermédiaires financiers (*other financial intermediaries* ou OFI, pour 30 %), parmi lesquels les fonds d'investissement représentent la plus grande part. Ce sont aussi de loin les OFI qui contribuent le plus à la croissance du secteur financier depuis le début des années 2000 (Graphique 26). Si la croissance des OFI est particulièrement forte dans les économies émergentes, historiquement et en termes de stocks c'est dans la zone euro qu'ils ont la plus grande importance, supérieure à celle qu'ils ont aux États-Unis<sup>121</sup>.

**Graphique 26 : Développement de l'intermédiation financière**



Source : FSB, *Global Non-Bank Financial Intermediation Report 2020*.

Mesurée par les actifs des intermédiaires financiers, la croissance de la finance a certes ralenti immédiatement après la crise de 2008, mais pour reprendre rapidement un rythme vigoureux. Sur la dernière décennie, les actifs détenus par les banques ont crû de 75 % et ceux des autres institutions ont doublé. De nombreux facteurs ont contribué à l'essor de l'intermédiation financière non-bancaire, parmi lesquelles une volonté des émetteurs et, selon les juridictions, des pouvoirs publics de réduire leur dépendance au financement bancaire, moins abondant et soumis à une réglementation plus lourde après la crise et les accords de Bâle III.

<sup>121</sup> FSB (2020), *Global Report on Non-Bank Financial Intermediation*, Financial Stability Board; Patalano R. et C. Roulet, (2020), "Structural Developments in Global Financial Intermediation : The Rise of Debt and Non-Bank Credit Intermediation", *OECD Working Papers on finance, Insurance and private Pensions*, n° 44.

Si on mesure le développement de la finance par sa contribution comptable au PIB, la part du secteur financier est passée d'environ 4 % dans les années 1970 dans beaucoup de pays à plus de 8 % avant la crise aux États-Unis, au Royaume-Uni ou au Pays-Bas (sous l'effet du développement des fonds de pension). La croissance a été moindre dans les autres pays de la zone euro, mais tout de même significative, de près de 2 points de PIB<sup>122</sup>. Depuis la crise de 2008, la part du secteur financier dans le PIB s'est stabilisée ou a baissé dans les économies avancées.

Une augmentation de la part du secteur financier dans le PIB peut traduire une augmentation du volume des services d'intermédiation financière associés à la production ou une augmentation du coût de l'intermédiation financière. Il est probable que l'accélération intervenue dans les années 1980 et jusqu'au début des années 2000 a reflété avant tout un effet volume, quand l'ouverture et la libéralisation financières de beaucoup de pays ont conduit à un développement des services offerts par le secteur. La question de savoir si la concurrence accrue a conduit à une baisse des coûts durant cette période est cependant controversée<sup>123</sup>.

Depuis la crise financière, la stabilisation ou la baisse de la part du secteur financier dans le PIB traduit d'abord la contraction de son volume d'activité, mais il semble aussi que les banques ont pu augmenter leurs commissions pour compenser la baisse du volume de leurs marges d'intermédiation. Au total, on aurait donc vu une hausse des coûts unitaires de l'intermédiation, résultant d'une baisse de la concurrence après les faillites et les consolidations et d'un renforcement de la régulation et de ses coûts pour les acteurs du secteur. La part relative de ces deux facteurs dans la hausse des coûts est encore discutée<sup>124</sup>.

En résumé :

- Après une forte croissance pendant les décennies précédentes, la part du secteur financier dans le PIB des pays avancés s'est stabilisée entre 5 % et 8 % depuis la crise.
- Les détentions d'actifs par le secteur financier ont continué de croître vigoureusement après la crise, surtout à travers le développement de la gestion d'actifs. Les coûts de l'intermédiation financière sont difficiles à mesurer et leur évolution, sous l'action de la libéralisation puis de la consolidation et de la réglementation du secteur, est controversée.

### 3.3.2 Taille du secteur financier et croissance

Pendant les années 1990 et jusqu'à la crise de 2008, la finance a été vue comme une clé de la croissance de la productivité, en particulier grâce aux forts gains de productivité alors enregistrés dans le secteur financier lui-même. Entre 1995 et 2007, la croissance de la PGF dans le secteur financier<sup>125</sup> a dépassé de plusieurs points celle qui était observée dans le reste de l'économie dans plusieurs pays européens (dont le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne, mais ni en France, ni en Allemagne, ni aux États-Unis)<sup>126</sup>. Bien que la mesure de la valeur ajoutée financière soit un exercice délicat, d'un strict point de vue comptable le secteur contribuait de façon importante à la croissance macroéconomique, au prix cependant d'une accumulation de risques que la crise a révélée<sup>127</sup>.

<sup>122</sup> Philippon T. et A. Reshef (2013), "An International Look at the Growth of Modern Finance", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27 (2), pp. 73-96.

<sup>123</sup> Philippon T. (2015), "Has the US Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation", *American Economic Review*, vol. 105 (4), pp. 1408-1438.

<sup>124</sup> Philippon T. (2019), *The Great Reversal: How America Gave Up on Free Markets*, Harvard University Press.

<sup>125</sup> La valeur ajoutée brute du secteur financier est définie, comme en comptabilité nationale, par la différence entre la production et les consommations intermédiaires (ce qui correspond aussi à la somme des salaires versés, de l'excédent brut d'exploitation et des taxes à la production). L'évolution de la valeur ajoutée brute est décomposée en évolution de la quantité de capital physique utilisé, évolution de la quantité de travail, et un résidu qui définit l'évolution de la PGF.

<sup>126</sup> Par exemple au Royaume-Uni, la PGF du secteur financier aurait crû de 2,2 % par an en moyenne entre 1995 et 2007, alors qu'elle ne croissait que de moins de 1 % dans l'ensemble de l'économie.

<sup>127</sup> Haldane A., S. Brennan et V. Madouros (2010), "What is the Contribution of the Financial Sector: Miracle or Mirage?", *The Future of Finance: The LSE Report*.

Après la crise, les relations entre le secteur financier et l'économie réelle ont fait l'objet d'un réexamen critique. Cela a permis de mettre en évidence les effets non linéaires du développement financier sur la croissance, le développement de la finance ne lui étant pas systématiquement favorable<sup>128</sup>. Ainsi selon l'OCDE et le FMI une augmentation des crédits à l'économie serait favorable à la croissance jusqu'à environ 100 % du PIB<sup>129</sup>, mais aurait ensuite des effets négatifs. De même une hausse de la capitalisation boursière serait associée à davantage de croissance jusqu'à environ 100 % du PIB, mais à des pertes de croissance au-delà de ce seuil selon l'OCDE. En ce qui concerne la capitalisation boursière, la France est nettement en-dessous du seuil de 100 %, comme d'ailleurs la plupart des pays européens, mais pas le Royaume-Uni ou les États-Unis qui sont un peu au-dessus. En ce qui concerne le crédit à l'économie, la France dépasserait un peu le niveau optimal, alors que les États-Unis ou le Royaume-Uni le dépassent nettement (Tableau 6).

**Tableau 6 : Crédits au secteur privé non financier rapporté au PIB en 2019**

Pays	(%)
Allemagne	80
Belgique	70
Espagne	95
France	105
Grèce	79
Italie	74
Pays-Bas	100
Royaume-Uni	134
États-Unis	192
Japon	175
Brésil	64
Chine	165
Inde	50
Russie	52

Source : FMI, *International Financial Statistics*.

Des raisons liées au fonctionnement-même du secteur financier ont été avancées pour expliquer les effets ambigus de sa taille sur la croissance. C'est surtout le crédit bancaire excessif qui serait préjudiciable au-delà de certaines limites, le recours aux crédits non bancaire et aux financements de marché n'ayant pas les mêmes inconvénients ; et dans le crédit bancaire, c'est surtout le crédit aux ménages qui peut devenir néfaste<sup>130</sup>. Ces effets peuvent être liés à la difficulté, historiquement constatée dans beaucoup de pays, à réguler un secteur bancaire devenu « *too big to fail* » ou à tempérer la dynamique d'un secteur immobilier artificiellement gonflé par le crédit. Les mesures prises depuis la crise ont pu limiter ces risques à l'avenir, même si le crédit bancaire et en particulier le crédit aux ménages voient leur part à nouveau croître dans le PIB, notamment en France.

<sup>128</sup> Cecchetti S. et E. Kharroubi (2012), "Reassessing the Impact of Finance on Growth", *BIS Working Papers*, n° 381.

<sup>129</sup> Arcand J.-L., E. Berkes et U. Panizza (2012), "Too Much Finance?", *IMF Working Papers*, n° 2012/161.

<sup>130</sup> Cournède B. et O. Denk (2015), "Finance and Economic Growth in OECD and G20 Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1223.

D'autres raisons aux effets négatifs de la finance sur la croissance pourraient être plus pérennes, car elles tiendraient directement à son interaction avec l'économie réelle par plusieurs canaux. D'abord, le secteur financier aurait tendance à croître en privilégiant les investissements sûrs, dans des entreprises peu productives et investissant peu dans l'innovation, ce qui expliquerait qu'un boom de la finance dans un pays soit associé à une moindre croissance de la productivité. Un autre canal tiendrait aux rentes salariales qui existent dans la finance (*cf. supra*) et évinceraient le travail très qualifié d'autres secteurs où il serait plus productif<sup>131</sup>.

En résumé :

- La forte contribution comptable de la finance à la croissance de la productivité avant la crise doit être reconsidérée à la lumière de l'accumulation et de la matérialisation des risques.
- Il semble exister un seuil au-delà duquel la croissance de la finance pèse négativement sur celle de l'économie réelle.
- La France semble proche de ce seuil en matière de crédit bancaire, mais profiterait encore du développement des financements de marché et de sa capitalisation boursière.
- Une forte croissance du secteur financier passe par des investissements dans des entreprises peu risquées et peu innovantes, ou dans le secteur immobilier, avec formation de bulles.
- Les rentes salariales versées par la finance détournent des travailleurs très qualifiés d'emplois où ils seraient plus productifs.

### 3.3.3 Evolution de l'actionnariat

Les actionnaires déterminent la gouvernance et les comportements d'investissement et d'emploi des entreprises, à travers les assemblées générales et la constitution des conseils d'administration. Ils influencent aussi la rémunération des dirigeants, la vulnérabilité aux prises de contrôle, et *in fine* le prix des titres et, à travers lui, le financement de l'entreprise. Par exemple, devant la montée des investisseurs institutionnels et d'un actionnariat instable qui s'appuie sur la liquidité des marchés pour réallouer son portefeuille, les entreprises ont plus souvent recours à la distribution de dividendes et aux rachats d'actions, quitte à s'endetter plus ou investir moins.

Une analyse des structures ultimes de propriété indiquait qu'en 1999 en Europe 44 % des entreprises cotées restaient contrôlées par des familles, et 37 % avaient un actionnariat plus dispersé, c'est-à-dire plusieurs actionnaires au-dessus du seuil de 20 %<sup>132</sup>. La France était alors le pays où le contrôle familial était le plus important, avec 65 % des entreprises cotées (Tableau 7).

---

<sup>131</sup> Cecchetti S. et E. Kharroubi (2015), "Why Does Financial Sector Growth Crowd Out Real Economic Growth", *BIS Working Papers*, n° 490.

<sup>132</sup> Faccio M. et L. Lang (2002). "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 65 (3), pp. 365-395.

**Tableau 7 : Contrôle ultime des entreprises cotées en 1999**

Ultimate control of publicly traded firms. Data relating to 5,232 publicly traded corporations are used to construct this table. The table presents the percentage of firms controlled by different controlling owners at the 20% threshold. Controlling shareholders are classified into six types. Family: A family (including an individual) or a firm that is unlisted on any stock exchange. Widely held financial institution: A financial firm (SIC 6000-6999) that is widely held at the control threshold. State: A national government (domestic or foreign), local authority (county, municipality, etc.), or government agency. Widely held corporation: A non financial firm, widely held at the control threshold. Cross-holdings: The firm Y is controlled by another firm, that is controlled by Y, or directly controls at least 20% of its own stocks. Miscellaneous: Charities, voting trusts, employees, cooperatives, or minority foreign investors. Companies that do not have a shareholder controlling at least 20% of votes are classified as widely held.

Country	Number of Firms	Widely held	Family	Family of which:		State	Widely held Corporation	Widely held Financial	Miscellaneous	Cross-holdings
				Identified families	Unlisted firms					
Austria	99	11.11	52.86	12.12	40.74	15.32	0.00	8.59	11.11	1.01
Belgium	130	20.00	51.54	7.31	44.23	2.31	0.77	12.69	12.69	0.00
Finland	129	28.68	48.84	16.28	32.56	15.76	1.55	0.65	4.52	0.00
France	607	14.00	64.82	26.11	38.71	5.11	3.79	11.37	0.91	0.00
Germany	704	10.37	64.62	27.03	37.59	6.30	3.65	9.07	3.37	2.62
Ireland	69	62.32	24.63	13.04	11.59	1.45	2.17	4.35	5.07	0.00
Italy	208	12.98	59.61	39.50	20.11	10.34	2.88	12.26	1.20	0.72
Norway	155	36.77	38.55	10.59	27.96	13.09	0.32	4.46	4.54	2.27
Portugal	87	21.84	60.34	5.17	55.17	5.75	0.57	4.60	6.90	0.00
Spain	632	26.42	55.79	6.25	49.54	4.11	1.64	11.51	0.47	0.05
Sweden	245	39.18	46.94	22.65	24.29	4.90	0.00	2.86	5.71	0.41
Switzerland	214	27.57	48.13	22.66	25.47	7.32	1.09	9.35	6.31	0.23
UK	1,953	63.08	23.68	12.22	11.46	0.08	0.76	8.94	3.46	0.00
Total	5,232	36.93	44.29	16.93	27.36	4.14	1.68	9.03	3.43	0.51

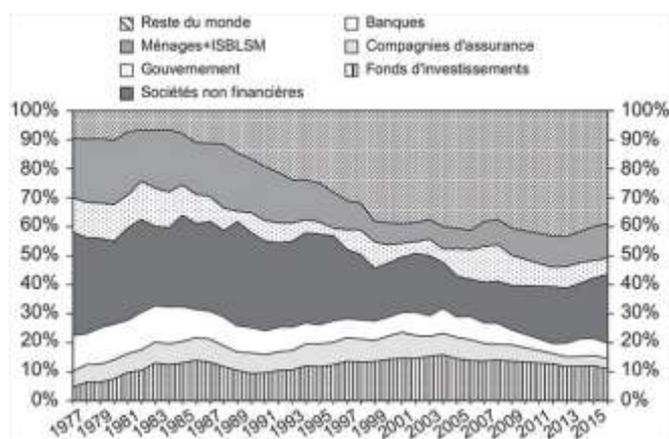
Source : Faccio, Mara & Lang, H. (2002).

Les structures de propriété du CAC40 ont cependant largement changé depuis 20 ans, avec une baisse du poids du premier actionnaire (baisse de sa détention de 20 % à 15 %) au profit des autres grands actionnaires (moyenne de détention des cinq premiers actionnaires de 30 % stable sur la période). Les équilibres de pouvoir dans les structures de gouvernance en sont modifiés, avec une montée en puissance des fonds souverains et des fonds de gestion passive ou activistes, qui peuvent accompagner leurs (faibles) participations d'une présence dans les instances de gouvernance.

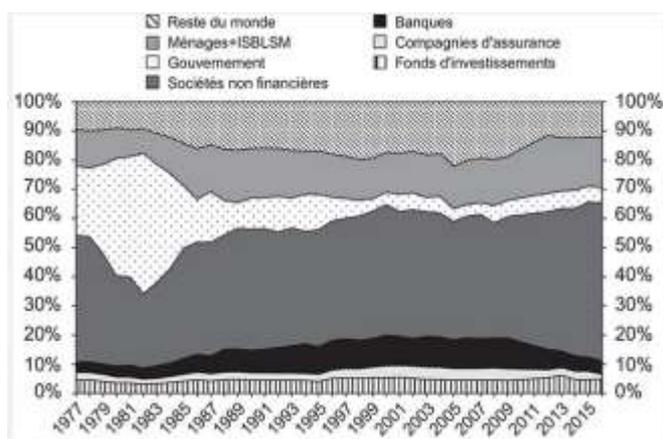
Sur longue période, l'actionnariat français s'est fortement transformé au gré des réformes et de l'apparition de nouveaux acteurs. Les nationalisations de 1982 puis les privatisations de 1986, le développement de la gestion d'actifs à partir du milieu des années 1980, l'adoption au début des années 1990 de la liberté de circulation des capitaux en Europe favorisant le développement d'un actionnariat non résident, l'éclatement du « cœur financier » français (qui liait par ensemble de participations parfois circulaires les grands groupes financiers et industriels) en 1997 ouvrant la voie à la montée massive des investisseurs institutionnels étrangers, et la crise ont profondément transformé l'actionnariat. Depuis 1970, la part des ménages dans la composition des actionnaires des sociétés cotées est passée de 20 % à 12 %, témoignant d'une intermédiation financière plus importante dans laquelle les investisseurs institutionnels se sont partiellement substitués aux petits porteurs (Graphique 27). En même temps, la part de l'actionnariat non-résident dans la capitalisation boursière française est passée de 10 % en 1977 à près de 40 % en 2016 (ce qui constitue un minorant de l'actionnariat non-résident puisque ne sont pas prises en compte les sociétés françaises cotées qui ont délocalisé leur siège social)<sup>133</sup>.

<sup>133</sup> Auvray T. (2018), "L'évolution de l'actionnariat en France : 1977-2017", *Revue d'économie financière*, vol. 130, pp. 73-98.

**Graphique 27 : Composition de l'actionnariat des sociétés cotées et non cotées françaises**  
Sociétés cotées



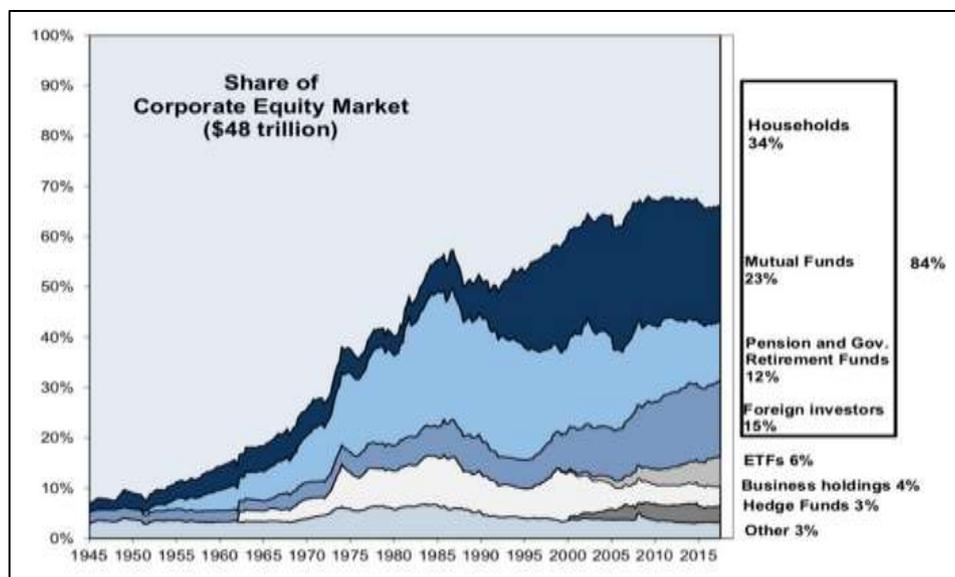
Sociétés non cotées



Source : Auvray T. (2018).

Les évolutions ont été encore plus marquées aux États-Unis, où la détention directe d'actions par les ménages est passée de plus de 90 % dans les années 1950 à moins de 25 % aujourd'hui. Ce recul s'est accompagné cependant d'une diffusion de la propriété des entreprises parmi les ménages américains, dont 52 % possédaient des actions en 2016, contre 32 % en 1989, directement ou indirectement. Ceci reflète le développement de la détention intermédiaire, d'abord des fonds de pension jusqu'aux années 1990, puis des fonds mutuels, et enfin des fonds de gestion passifs et activistes depuis les années 2000. (Graphique 28). En parallèle la détention d'actions américaines par des non-résidents a augmenté continûment sur les dernières décennies, même si, à 15 %, son niveau reste aujourd'hui encore modéré.

**Graphique 28 : Évolution de l'actionnariat aux États-Unis (1945-2016)**



Source : Federal Reserve Board, Goldman Sachs Global Investment Research.

En résumé :

- Aux États-Unis, depuis 50 ans on a assisté à une explosion de la détention intermédiaire, qui est passée de moins de 5 % en 1950 à plus de 50 % aujourd'hui.
- La France était encore il y a 20 ans le pays d'Europe où les entreprises cotées étaient le plus souvent contrôlées par des familles, pour deux tiers d'entre elles.

- Depuis lors, la structure de l'actionnariat des entreprises françaises a fortement évolué en faveur des non-résidents et de la gestion intermédiée.

### 3.3.4 Développement de la gestion passive

En parallèle à l'essor des financements non bancaires, le développement des stratégies de gestion dites passive change profondément le secteur de la gestion d'actifs depuis les années 1990, avec une accélération depuis la crise de 2008. Contrairement à la gestion active, qui tâche de sélectionner des titres de marchés à fort potentiel de rendement sur une base individuelle, les stratégies passives visent à construire une exposition à un marché dans son ensemble, le plus souvent via la réplication d'un indice de référence.

La gestion passive implique des mouvements de portefeuille moins nombreux, *a priori* seulement lors des changements de composition de l'indice sous-jacents, une consommation de recherche financière sur titres individuels nulle, une activité le plus souvent partiellement automatisable, et un moindre besoin de capital humain. Cela se traduit par des frais de gestions facturés aux investisseurs bien moindres que dans une gestion traditionnelle, de 0,75 % au lieu de 2 % en moyenne sur une base annuelle. Ce facteur coût, associé à la difficulté pour les gestionnaires de fonds actifs de surperformer leur indice de référence, a contribué à une explosion du recours à ce type de stratégie au niveau mondial, jusqu'à représenter 20 % des encours gérés par des fonds d'investissements. Cette part représentait en 2017 près de la moitié des encours dans le cas des fonds d'investissement en actions aux États-Unis, soit 15 % de la capitalisation boursière américaine, contre seulement 6 % en 2007. Au Japon, c'est désormais plus de deux tiers des actifs détenus par des fonds d'investissement qui le sont par des fonds passifs. En Europe, les fonds passifs ou ETF (pour « *exchange traded funds* ») ne représentaient encore en 2017 qu'un tiers des fonds d'investissement, soit 3,3 % de la capitalisation boursière.

Le débat académique et institutionnel sur les conséquences de l'essor de la gestion passive est intense, et, s'il n'existe pas de consensus à ce stade, il y a une prise de conscience de l'importance de ses enjeux<sup>134</sup>. D'abord, en s'exposant systématiquement à des paniers d'actifs de référence, la gestion passive pourrait nuire à l'efficacité du processus de formation de prix des titres individuels, puisqu'il n'y a plus d'arbitrages entre les titres composant le panier. Cela provoquerait une hausse de la corrélation des prix des actifs concernés et de la volatilité du marché, et aussi une certaine déconnection des fondamentaux économiques<sup>135</sup>.

En outre, la gestion passive implique une plus forte segmentation de marché entre titres inclus dans les indices de référence et titres exclus. Par ce biais elle affecte les choix de financement des émetteurs, puisque l'inclusion dans les indices obligataires est déterminée par des critères de liquidité et de volume d'émission. Ceci peut encourager le levier des émetteurs. Le recours à une gestion passive soulève aussi des questions d'équité entre investisseurs, puisque les gestionnaires de fonds passifs n'investissent pas systématiquement de ressources pour valoriser des titres individuels, mais profitent de l'action des fonds actifs qui, eux, participent plus directement à la formation des prix individuels.

Ces différents phénomènes associés au développement des fonds passifs sont susceptibles d'affecter négativement l'efficacité de l'allocation du capital par les marchés boursiers. À ce risque d'inefficacité allocative s'ajoutent des préoccupations concernant les conséquences de la gestion passive pour la stabilité financière.

Ces préoccupations concernent d'abord la résilience des fonds indiciels eux-mêmes et les risques de liquidité auxquels certains pourraient avoir à faire face en cas, par exemple, de suspension des échanges sur un actif sous-jacent à l'indice de référence ou en cas de défaut d'un intermédiaire de marché ou, plus

<sup>134</sup> Sushko V. et G. Turner (2018), "The Implications of Passive Investing for Securities Markets", *BIS Quarterly Review*, mars 2018, pp. 113-131.

<sup>135</sup> Ben-David I., F. Franzoni et R. Moussawi (2014), "Do ETFs increase volatility?", *NBER Working Papers*, n° 20071 ; Shim (2019), "Arbitrage Comovement", *Mendoza College of Business Working Paper*.

généralement, de forte hausse des spreads sur les transactions. À ce risque de liquidité s'ajoute un risque de contrepartie dans les fonds qui utilisent des produits dérivés pour reproduire certains indices ou qui mettent certains de leurs actifs en pension. La structure fortement intriqué du marché des ETF (qui ont tendance à détenir dans leur portefeuille des parts d'autres ETF) peut aussi amplifier les risques de liquidité et de contrepartie<sup>136</sup>.

Certains travaux en outre suggèrent que les fonds passif amplifieraient les flux de capitaux vers les économies émergentes, dont les marchés de capitaux domestiques sont peu développés. Ainsi, les flux transfrontières de capitaux (actions et obligations) détenus par les ETF réagiraient au moins deux fois plus aux conditions financières globales que les flux de capitaux détenus par les fonds classiques, amplifiant ainsi les fluctuations auxquelles sont soumis les pays bénéficiaires<sup>137</sup>. Cependant, étant donné l'apparition relativement récente des fonds passifs, leur rôle déstabilisateur pour les marchés n'est pas complètement établi empiriquement<sup>138</sup>.

Au-delà des enjeux allocatifs directs et des enjeux de stabilité financière, se pose la question de la façon dont la gestion passive modifie les liens entre émetteurs et investisseurs et des changements que cela peut apporter à la concurrence entre entreprises émettrices. L'argument classique en faveur de l'utilité sociale des marchés financiers est que les investisseurs ont des incitations à surveiller attentivement les émetteurs dans lesquels ils placent leur argent et que, combinées avec les obligations de *reporting* des entreprises, ces incitations sont favorables à une forte discipline des émetteurs et *in fine* à la création de valeur. De prime abord, la gestion passive remet ce modèle en cause. Comme les investisseurs sont exposés à un marché entier plutôt qu'à un émetteur donné, chaque émetteur n'a plus à craindre de subir le retrait des investisseurs passifs, pourvu qu'il reste inclus dans un indice de référence donné.

Ceci dit, si les investisseurs sont passifs au sens où ils renoncent à la possibilité de désinvestir d'une entreprise peu performante tant qu'elle reste dans l'indice, ils ne renoncent pas pour autant à tout moyen d'influence sur les émetteurs. En particulier, il semble bien que les investisseurs passifs exercent une pression sur la gouvernance des émetteurs, via leur politique de vote et leur engagement auprès des dirigeants<sup>139</sup>, même si cette pression est plus limitée que celle d'investisseurs traditionnels<sup>140</sup>.

Il existe aussi des craintes que la gestion passive encourage un affaiblissement de la concurrence, si la maximisation du rendement souhaité par les investisseurs institutionnels pour leurs clients finaux les conduit à inciter les entreprises qu'ils détiennent à ne pas se livrer entre elles de forte concurrence, afin de maximiser leurs profits agrégés au détriment des consommateurs. Cette crainte est cependant peu étayée pour l'instant. Si le développement de la gestion passive est contemporain de la baisse de la concurrence aux États-Unis, la causalité entre les deux phénomènes n'est pas établie. Ceci s'explique peut-être par le fait que les gestionnaires d'actifs ne sont pas les détenteurs finaux des actifs qu'ils gèrent, et qu'une société de gestion gère en général différents fonds qui peuvent avoir des objectifs différents et, *a minima*, ne pas tous avoir intérêt à une baisse généralisée de la concurrence. Ceci interdit d'agréger mécaniquement tous les encours gérés par une société de gestion donnée et de considérer qu'elle va agir de manière uniforme.

Compte tenu de la forte croissance de ce segment de marché, les préoccupations précédentes sont sans doute appelées s'exacerber avant de s'atténuer. On peut imaginer que les enjeux de gouvernance deviennent plus prégnants à mesure que les encours gérés par BlackRock, Vanguard et State Street augmentent et que la concentration s'accroît. Mais on peut aussi espérer en l'efficacité des marchés

---

<sup>136</sup> Grill M. *et al.* (2019), « Counterparty and Liquidity Risks in Exchange-Traded Funds », *ECB Financial Stability Review*, vol. 2 ; European Funds and Asset Management Association (2019), « Counterparty and Liquidity Risks in Exchange-Traded Funds: A Response to the ECB ».

<sup>137</sup> Williams T., N. Converse et E. Levy-Yeyati (2018), « How ETFs Amplify the Global Financial Cycle in Emerging Markets », *The George Washington University Institute for International Economic Policy Working Papers*, n° 2018-1.

<sup>138</sup> Sushko V. et G. Turner (2018), « The Implications of Passive Investing for Securities Markets », *BIS Quarterly Review*, mars 2018, pp. 113-131.

<sup>139</sup> Appel I., T. Gormley et D. Keim (2016), « Passive Investors, not passive owners », *Journal of Financial Economics*, vol. 121 (1), pp. 111-141.

<sup>140</sup> Bebchuk L. et S. Hirst (2018), « Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy », *NBER Working Paper*, n° 26543.

financiers et que, dès que des anomalies suffisantes émergeront dans la valorisation des titres inclus dans les indices de références, des arbitragistes auront les incitations nécessaires pour en tirer profit, et les résorber<sup>141</sup>. Les fonds activistes et les agences en conseil de vote jouent d'ailleurs déjà en partie ce rôle (cf. *infra*).

En résumé :

- La gestion passive a plus que doublé depuis 2007, jusqu'à représenter en 2017 près d'un tiers de la gestion intermédiée d'actions en Europe, la moitié aux États-Unis, et deux tiers au Japon.
- Elle offre des rendements égaux par définition aux rendements moyens de la gestion directe, mais des frais de gestion près de trois fois moindre.
- Elle réduit la pression à la bonne gouvernance des entreprises.
- Elle incite les entreprises à une course à la taille pour garantir leur inclusion dans les indices, et conduit à une corrélation et une volatilité plus fortes des prix d'actifs.
- La généralisation de la gestion passive pourrait fragiliser la stabilité du système financier et amplifier les flux de capitaux pour les pays émergents en cas de choc global.
- Les effets de la gestion d'actifs sur la concurrence ne sont pas avérés.

### 3.3.5 Développement des fonds activistes

S'il n'existe pas de définition juridique des fonds activistes, ce terme recouvre le plus souvent des véhicules de type *hedge funds*, réservés à une clientèle professionnelle. On les distingue en général selon leur comportement. Les activistes dits « longs » prennent une position dans une entreprise, via un achat d'actions ou de produits dérivés donnant un droit d'achat, afin de faire évoluer les plans stratégiques de sa direction et d'améliorer sa valorisation en profitant plus pleinement de son potentiel. Les activistes dits « courts » prennent au contraire une position vendeuse, le plus souvent pour dénoncer la surévaluation d'une entreprise, et jouent donc son cours à la baisse.

Le développement de l'activisme en France et dans le monde est encore limité, même s'il soulève des débats approfondis<sup>142</sup>. À l'échelle mondiale, les positions prises par les fonds les plus importants représentent une masse modeste. À titre d'illustration, la somme des engagements d'Eliott, le plus gros fonds, était de 15 Md\$ en 2018 et l'ensemble des dix premiers fonds ne représentaient que 85 Md\$, soit environ 1 % de l'encours des fonds passifs. L'écho rencontré par les pratiques des fonds activistes reflète donc davantage que leur poids parmi les investisseurs, le fait que c'est sur la communication que repose avant tout leur capacité à faire des profits en affectant le cours des entreprises ciblées.

La relation entre fonds activistes et fonds passifs n'est pas univoque. Si, à première vue, le développement des fonds activistes semble facilité par la concentration de l'actionnariat au sein de véhicules de gestion passive, ces derniers peuvent également limiter l'action des fonds activistes, en particulier à travers leur alignement fréquent avec les propositions de la direction des entreprises contre celles des fonds activistes (Tableau 8)<sup>143</sup>.

<sup>141</sup> Bebchuk L. et S. Hirst (2019), "The Specter of the Giant Three", *NBER Working Paper*, n° 25914.

<sup>142</sup> Woerth E. et B. Dirx (2019), *Rapport d'information relatif à l'activisme actionnarial*, Assemblée Nationale ; Paris Europlace (2020), *Des actionnaires responsables* ; Ophélie R. (2019), "Contribution aux réflexions sur l'activisme en bourse", Autorité des Marchés financiers ; B. Kanovitch (2019), *Activisme actionnarial*, Club des Juristes, Rapport du groupe de travail présidé par M. Prada.

<sup>143</sup> Novick B. et al. (2017), "Index Investing support vibrant capital markets", *BlackRock Viewpoint*.

**Tableau 8 : Le vote des fonds passifs**

	Vote en faveur des propositions des activistes	Vote en faveur de toutes les propositions du management
BlackRock	39 % des cas	33 % des cas
Vanguard	17 % des cas	72 % des cas
State Street	27 % des cas	53 % des cas

Source : Houlihan Lokey, *Activist Situations Practice*, Nov. 2015.

Comme pour les fonds passifs, le débat portant sur l'utilité sociale des fonds activistes n'est pas tranché, en particulier en raison des effets de la sélection des fonds ou des entreprises qu'ils ciblent. D'un côté, ces investisseurs incitent à une meilleure gouvernance des entreprises concernées et favorisent des restructurations efficaces<sup>144</sup>. De l'autre, motivés surtout par des profits de court terme et exploitant des failles réglementaires, ils auraient des effets négatifs en favorisant une prise de risque excessive par les entreprises<sup>145</sup>. Quoiqu'il en soit, il est probable que l'impact de long terme de ces investisseurs reste modéré en dépit de la visibilité de leur action, due à leur mode opératoire souvent conflictuel, que ce soit avec les directions d'entreprises ou à travers leur capacité à créer des transferts importants des créanciers vers les actionnaires<sup>146</sup>.

L'action des activistes courts soulève des questions spécifiques. Certes, des opérations visant à la baisse de la valeur d'un titre donné ne sont pas en elles-mêmes destructrices de valeur économique, si elles concourent à la diffusion d'informations sur la valeur fondamentale du titre et ainsi à une meilleure allocation du capital dans l'économie. Mais il semble que trop souvent le profit de l'activiste court repose sur des variations du prix à court terme qui ne reflètent pas une amélioration de l'information sur sa valeur de long terme<sup>147</sup>.

La réglementation européenne oblige les activistes courts à couvrir leurs positions par l'emprunt des actions sous-jacentes auprès d'un prêteur. Or ce dernier, qui dispose en général d'un mandat de gestion de la part des propriétaires des titres, se trouve ainsi concourir indirectement à une opération visant à réduire la valeur des titres qu'il gère pour ses mandants. Certes là encore il est possible que le prêt d'actions et la non-discrimination des emprunteurs par le prêteur soient *in fine* favorables au bon fonctionnement des marchés financiers, mais il n'en demeure pas moins qu'on semble être là dans une zone contestable de l'exploitation des asymétries d'information entre les épargnants ultimes et la constellation de leurs mandataires.

En résumé :

- En théorie, les activistes devraient concourir à une meilleure information, une meilleure gestion et une meilleure allocation du capital.
- En pratique, les profits réalisés à court terme par les activistes sont avérés, mais leur apport à la valeur des entreprises à long terme l'est moins.
- Les fonds activistes ne jouent qu'un rôle marginal dans l'allocation du capital et la gestion des entreprises, malgré le côté spectaculaire de leur action qui repose sur la communication.
- Les activistes courts exploitent des asymétries d'information entre les propriétaires ultimes des actions et leurs mandataires, qui peuvent avoir des objectifs opposés.

<sup>144</sup> Lim J. (2015), "The Role of Activist Hedge Funds in Financially Distressed Funds", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 50 (6), pp. 1321-1351.

<sup>145</sup> Bratton et Wachter (2010), "The Case Against Shareholder Empowerment", *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 158 (3), pp. 653-728.

<sup>146</sup> Klein A. et E. Zur (2011), "The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders", *Review of Financial Studies*, vol. 24 (5), pp. 1735-1771.

<sup>147</sup> Appel I. et V. Fos (2019), "Active Short Selling by Hedge Funds", CEPR Discussion Papers, n° 13788.

### 3.3.6 Le rôle des proxy advisors

Avec l'essor des investisseurs institutionnels et en particulier de la gestion passive, se sont développées des agences de conseil de vote, ou « *proxy advisors* », qui fournissent aux actionnaires des recommandations de vote aux assemblées générales. Aux États-Unis entre 2012 et 2018, 175 gestionnaires d'actifs représentant plus de 15 % de la capitalisation boursière américaine ont voté plus de 95 % du temps conformément aux avis du principal *proxy advisor*, *Institutional Shareholder Services* (ISS)<sup>148</sup> sur le renouvellement de la direction de l'entreprise, la rémunération des dirigeants, la politique de distribution d'actions aux employés, et les acquisitions envisagées par l'entreprise.

Les *proxy advisors* peuvent fonder leurs recommandations sur des analyses propres, sur des discussions avec les investisseurs et les émetteurs, ou seulement sur la conformité des procédures et des propositions de l'entreprise à certains standards. Pour couvrir un nombre considérable d'entreprises et de décisions, plusieurs dizaines de milliers chaque année, ils ont en effet développé des outils systématiques permettant de fortes économies d'échelle dans l'élaboration de leurs conseils. Il n'est donc pas étonnant que le marché du conseil de vote soit très fortement oligopolistique, dominé par deux acteurs (ISS et Glass-Lewis)<sup>149</sup>.

Les recommandations des *proxy advisors* jouent un rôle particulièrement important lorsqu'il y a une contestation sur le renouvellement de la direction. Elles pèsent significativement aussi sur la rémunération des dirigeants et la distribution d'actions aux employés. Sur chacun de ces sujets, un avis négatif de *proxy advisors* s'accompagnerait d'une baisse de 20 points environ des votes en faveur des propositions de la direction de l'entreprise. Leur influence dépasse d'ailleurs ce décompte, puisque les entreprises sont fortement incitées ex ante à avancer des propositions dont elles savent qu'elles obtiendront l'accord des *proxy advisors*, ce qui amène parfois à considérer ceux-ci comme des édicateurs privés de normes.

Si les *proxy advisors* semblent répondre à un besoin d'information des fonds de gestion, en particulier de ceux qui sont trop petits pour élaborer eux-mêmes des analyses et des recommandations de vote à leurs investisseurs, cette appréciation optimiste doit être tempérée. D'abord, les *proxy advisors* n'ont pas d'obligation d'agir dans l'intérêt des actionnaires qu'ils conseillent et ils il leur est même permis d'agir comme consultants rémunérés auprès des émetteurs, malgré de potentiels conflits d'intérêts. Ensuite, ils ne sont pas tenus de motiver leurs recommandations, une absence de transparence qui peut renforcer ces conflits. De fait, leurs conseils concernant la rémunération des dirigeants ou la distribution d'actions aux employés semblent souvent aller dans le sens d'une réduction de la valeur de l'action<sup>150</sup>.

En revanche, les *proxy advisors* joueraient un rôle favorable aux actionnaires dans les cas de vues divergentes sur la composition de l'équipe dirigeante ou sur la stratégie de l'entreprise<sup>151</sup>. Une interprétation de ces phénomènes est que ce sont ces situations conflictuelles qui reçoivent le plus d'attention et dans lesquelles il est le plus facile de constater l'influence de la décision sur le prix de l'action. De ce fait, les *proxy advisors* construiraient leur réputation sur leur capacité à créer de la valeur à cette occasion. S'il est difficile de savoir si l'activité de conseil en vote contribue à réduire les asymétries d'information et les coûts d'agence qui affectent la délégation de pouvoir des actionnaires à leurs mandants, elle déplace certainement le partage des rentes d'information en faveur des *proxy advisors*.

En Europe, le rôle des *proxy advisors* est pour l'instant plus limité, mais il pourrait se développer avec l'application depuis 2018 de la Directive *Markets in Financial Instruments* (MiFID II), qui oblige les acteurs de marché à externaliser leur recherche financière. Ceci a conduit à une contraction significative du secteur de la recherche financière, à sa concentration, et à une moindre couverture des entreprises (Encadré 7).

<sup>148</sup> Doyle T. (2018), "The Reality of Robo-Voting", *American Council for Capital Formation Research and Publications*.

<sup>149</sup> Copland J., D. Larcker et B. Tayan (2018), "Proxy Advisory Firms: Empirical Evidence and the Case for Reform", *Manhattan Institute Report 2018*.

<sup>150</sup> Larcker D., A. McCall, et G. Ormazabal (2015), "Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms", *Journal of Law and Economics*, vol. 58 (1), pp. 173-204.

<sup>151</sup> Alexander C. et al. (2010), "Interim News and the Role of Proxy Voting Advice", *Review of Financial Studies*, vol. 23 (12), pp. 4419-4454.

### Encadré 7 : L'encadrement de l'information de marché

La directive européenne MiFID II du 15 mai 2014, entrée en application en janvier 2018, a cherché à mieux encadrer la recherche de marché, afin d'accroître la transparence du coût pour le client et de mettre fin aux conflits d'intérêt qui pouvaient naître de l'association des activités d'exécution d'ordres et de fourniture de recherche financière<sup>152</sup>. L'entrée en vigueur de la directive le 3 janvier 2018 a ainsi mené à la dissociation totale des coûts de recherche et des coûts d'exécution.

La mise en œuvre de MiFID II a accéléré la recomposition du marché de la recherche financière. Alors que l'analyse financière pouvait jusqu'alors passer pour gratuite, elle est apparue comme un poste de coût à part entière. Cela a conduit les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) à rationaliser leurs dépenses de recherche. Sur l'année 2019, les fournisseurs de recherche rapportaient ainsi une baisse de leurs revenus de l'ordre de 20 % à 30 %. La baisse de la demande a eu deux conséquences majeures sur l'offre :

- Une réduction du nombre d'analystes de 12 % entre fin 2017 et juin 2019, avec pour corolaire un renforcement de la concentration du marché ;
- Un recentrage des acteurs de la recherche sur les entreprises les plus importantes, et donc les plus susceptibles d'intéresser un large éventail d'investisseurs, au détriment des plus petites valeurs, avec le risque que le manque d'information sur les entreprises de ce segment entrave leur bon financement.

Ces développements, et les critiques adressées à MiFID II, doivent cependant être relativisés car ils s'inscrivent dans des tendances de fond. Le secteur de la recherche est en effet confronté : *i*) à des évolutions profondes des marchés financiers, avec le développement de la gestion passive (qui ne fait pas appel à la recherche) et du capital-investissement (qui n'utilise pas la recherche des *brokers*) et *ii*) à des évolutions techniques (intelligence artificielle, utilisation des données massives) qui sont plus difficiles à mettre en œuvre par les petits acteurs. Le phénomène de concentration du marché est ainsi observé par l'AMF depuis une quinzaine d'années. En outre, les valeurs les moins capitalisées souffraient déjà d'un déficit de couverture avant l'entrée en application de la directive<sup>153</sup>. Le développement soutenu de la recherche sponsorisée (financée par les émetteurs qui la mettent ensuite à disposition des investisseurs potentiels) participe enfin à combler le manque de couverture des petites et moyennes entreprises.

Par ailleurs, le développement des *proxy advisors* ne se fait pas au détriment de la recherche de marché. Les services des agences de conseil en vote sont principalement utilisés par les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs dans le cadre de l'exercice de leurs droits de vote, et diffèrent de la recherche financière : elles analysent la stratégie, la gouvernance et la rémunération des dirigeants de société. En outre, leur croissance est principalement tirée par le développement de la gestion passive, et n'est donc pas nécessairement en concurrence avec les fournisseurs d'analyse.

En résumé :

- Les *proxy advisors* sont devenus des acteurs majeurs du capitalisme américain, en pesant sur les votes des actionnaires et sur les orientations prises par les dirigeants des firmes.
- L'activité des *proxy advisors* est faiblement régulée, mais présente de forts rendements d'échelle, ce qui a conduit à un duopole de fait.

<sup>152</sup> Plus grande transparence des coûts de la recherche via une facturation indépendante de ce service, impossibilité de fournir gratuitement de la recherche en accompagnement de l'exécution d'ordres, interdiction de faire varier les frais de recherche en fonction du volume/de la valeur de transactions exécutées.

<sup>153</sup> Mifidvision (plateforme de place créée après l'entrée en application de MiFID 2, visant à recenser les impacts de la réglementation et à favoriser le dialogue entre les acteurs) a relevé que 46 % des valeurs du compartiment C n'étaient pas couvertes avant 2018.

- Le manque de transparence et les conflits d'intérêt potentiels des *proxy advisors* ne dissuadent pas les fonds de gestion de taille moyenne ou petite de reposer largement sur eux.
- En ce qui concerne les orientations stratégiques, les *proxy advisors* créent de la valeur pour les actionnaires, mais ce n'est pas le cas des conseils liés aux rémunérations des dirigeants.
- En Europe, la directive MiFID II a provoqué une concentration de la recherche financière et pourrait conduire à un recours accru aux *proxy advisors*.

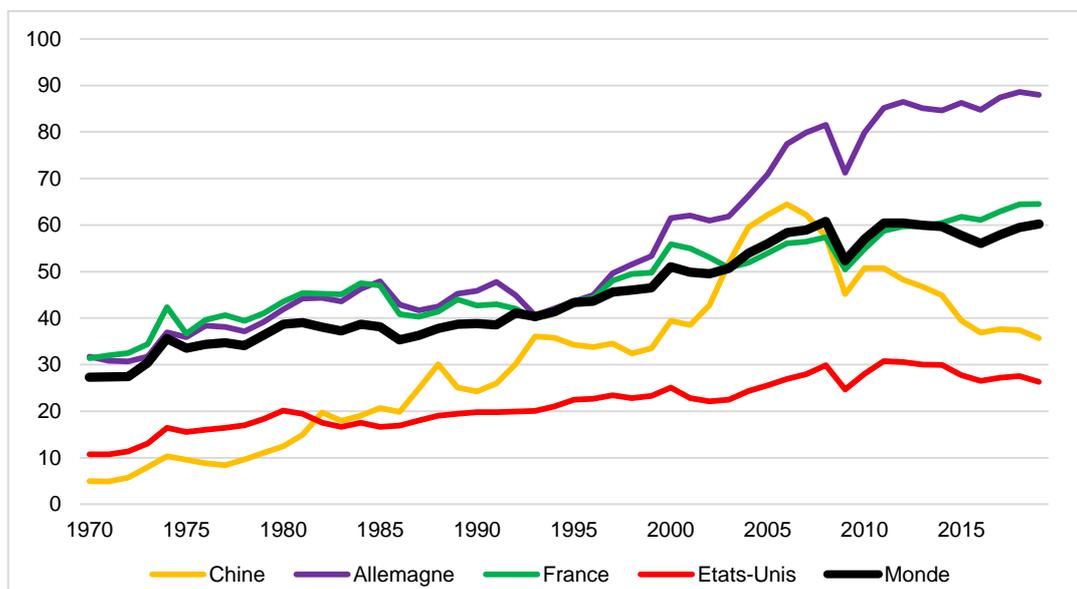
### 3.4 La mondialisation

#### 3.4.1 La mondialisation des échanges de produits

Entre les années 1980 et la crise, le monde a connu une ouverture commerciale sans précédent depuis un siècle. Le taux d'ouverture (c'est-à-dire la somme des importations et des exportations rapportée au PIB) a augmenté d'environ 10 points aux États-Unis, celui de la Chine de plus de 50 points, celui de l'Allemagne de 40 points, celui de la France de 20 points (Graphique 29)<sup>154</sup>.

L'ouverture commerciale permet des gains de PIB par au moins deux canaux. D'une part, les échanges permettent d'exploiter pleinement les avantages comparatifs nationaux, c'est-à-dire de localiser les différentes productions dans les pays qui sont les plus efficaces pour chacune d'entre elles. D'autre part, des gains dynamiques à long terme résultent de la mise en concurrence de davantage d'entreprises, qui les pousse à adopter les techniques les plus efficaces et à l'innovation, accélérant ainsi de manière permanente les gains de productivité<sup>155</sup>.

**Graphique 29 : Taux d'ouverture au commerce international (en %)**



Source : Banque Mondiale, *World Development Indicators*.

Note : Le taux d'ouverture est défini comme la somme des importations et des exportations de biens et services rapportée au PIB.

Il existe diverses estimations de la contribution de l'ouverture commerciale au niveau de la productivité, qui toutes trouvent des effets positifs agrégés, avec des élasticités à long terme du PIB par habitant au taux d'ouverture commerciale comprises entre 0,15 et 2. Si on retient une élasticité de 0,75, qui se trouve dans le milieu de la fourchette, l'ouverture commerciale observée sur 30 ans aurait ainsi contribué à une hausse

<sup>154</sup> Cohen V., L. Rabier et L. Shimi (2017), "Mondialisation, croissance et inégalités : implications pour la politique économique", *Trésor-Éco*, n° 210.

<sup>155</sup> Aghion P. et al. (2017), "The Impact of Exports on Innovation: Theory and Evidence", *Harvard University mimeo* ; Egert B. (2017), "Regulation, Institutions, and Productivity: New Macroeconomic Evidence from OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1393.

à long terme du PIB par habitant de l'ordre de 15 points en France, 30 points en Allemagne et près de 40 points en Chine. Même répartie sur plusieurs dizaines d'années, cela représente plusieurs dixièmes de point de croissance annuelle acquis grâce à l'ouverture commerciale.

Ces gains macroéconomiques sont peu contestés, mais de plus en plus de travaux mettent en lumière leur répartition inégale à l'intérieur des pays et la contribution de l'ouverture à un creusement des inégalités, même si elle est difficile à séparer de celle du progrès technique (*cf. supra*)<sup>156</sup>.

Outre ces effets économiques, la mondialisation induit des effets environnementaux complexes car multiples et équivoques. Les gains en matière d'allocation, d'innovation et de diffusion de la technologie semblent favorables à l'environnement. En revanche, la hausse des transports sous-tendant la mondialisation ainsi que le surplus de production engendré sont vraisemblablement préjudiciables. Enfin, comme indiqué précédemment (*cf. 2.4*), la mondialisation peut contribuer à restreindre l'efficacité et l'acceptabilité des mesures environnementales domestiques du fait de phénomène de havre de pollution.

La stabilisation des taux d'ouverture, voire leur diminution récente dans certains pays, dont la Chine, suggère que, toutes choses égales par ailleurs, on devrait assister à terme à la disparition à la fois du gain transitoire de croissance et de la pression à l'accroissement des inégalités exercée par la mondialisation. Seule une nouvelle phase d'ouverture, concernant par exemple les échanges de services ou les barrières non tarifaires, pourrait continuer à soutenir les tendances récentes. Mais les difficultés rencontrées dans les négociations commerciales conduisent à privilégier pour l'instant le scénario d'un plafonnement de la mondialisation à un niveau proche de celui déjà atteint avant la crise. Dans ce cas, c'est bien à la disparition durable de quelques dixièmes de points de croissance qu'il faut s'attendre dans les pays qui ne s'ouvriront plus davantage, mais aussi à un arrêt, voire un retournement, dans la recombinaison des chaînes de valeur et de la demande de travail, qui ont été responsables d'un accroissement des inégalités salariales.

En résumé :

- L'ouverture commerciale a apporté un supplément de croissance de plusieurs dixièmes de point par an depuis plusieurs décennies, peu susceptible de perdurer.
- La contribution de la mondialisation des échanges au creusement des inégalités salariales devrait aussi disparaître à terme.

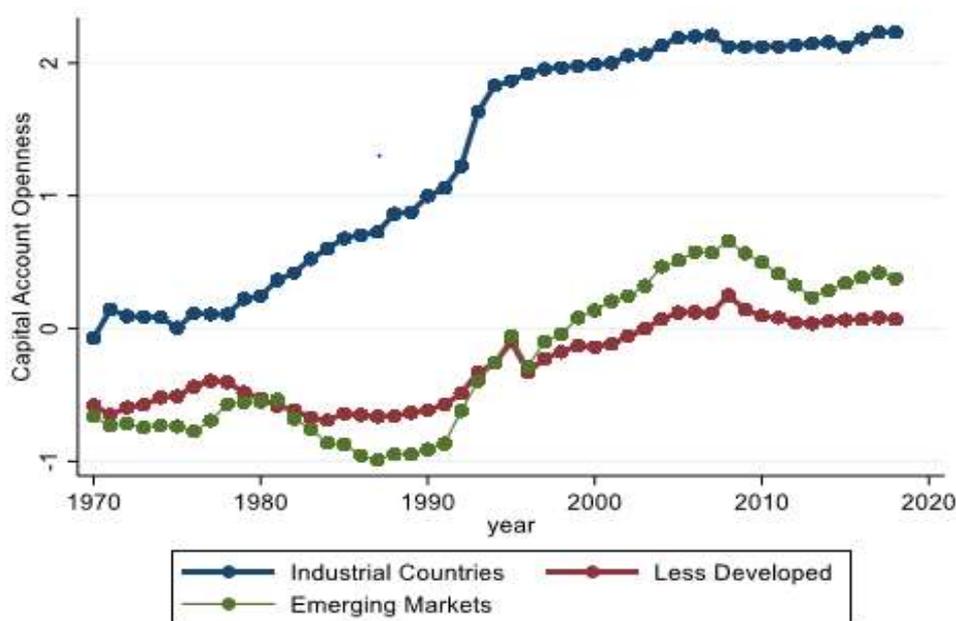
### 3.4.2 La mondialisation des flux de capitaux

Les marchés de capitaux se sont eux aussi ouverts fortement depuis cinquante ans. En témoignent de facto la forte croissance des déséquilibres courants et des flux d'IDE (*cf. supra*), mais aussi des mesures de l'ouverture *de jure*, sur la base des réglementations nationales. Les pays industriels ont ouvert leurs marchés entre 1970 et la fin des années 1990, pour atteindre une liberté de circulation quasi-totale des capitaux, du moins *de jure* (Graphique 30), même si les flux de capitaux transfrontières ont continué à croître très fortement jusqu'à la crise financière (Graphique 31) Quant aux économies émergentes ou en développement, elles les ont ouverts plus tardivement, à partir de 1990, mais elles ont désormais rejoint le niveau d'ouverture des économies développées dans les années 1970, même si la Chine et l'Inde restent encore très fermées).

---

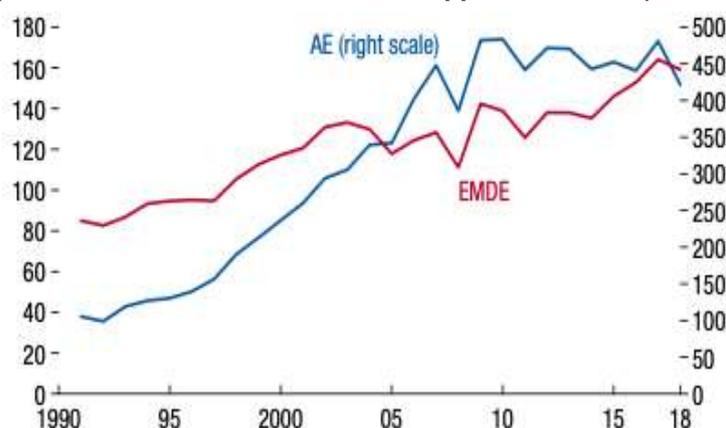
<sup>156</sup> Milanovic B. (2016), *Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization*, Harvard University Press.

**Graphique 30 : Indice de Chinn-Ito d'ouverture du compte de capital par catégorie de pays**



Source : Ito H. et M. Chinn (2020), "Notes on the Chinn-Ito Financial Openness Index 2018 Update", NBER.

**Graphique 31 : Position extérieure brute rapportée au PIB (médiane en %)**



Source : FMI, *External Sector Report 2020*.

Note : La courbe bleue (AE) représente l'évolution du ratio médian de la position extérieure brute (somme des engagements extérieurs) rapportées au PIB dans les économies avancées. La courbe rouge (EMDE) représente l'évolution du même ratio pour les économies émergentes et en développement.

Les effets macroéconomiques de l'ouverture du compte de capital sont en général considérés comme mitigés<sup>157</sup>. La crise et les mesures restrictives prises par certains pays à cette occasion ont d'ailleurs amené le consensus à se déplacer en faveur d'une ouverture ordonnée, c'est-à-dire de l'idée, introduite par le FMI après les crises des années 1990, selon laquelle une ouverture résolue du compte de capital n'est favorable qu'à partir d'un certain niveau de développement des infrastructures financières et à condition qu'il soit accompagné d'une régulation suffisante et appropriée<sup>158</sup>.

Quoi qu'il en soit, en ce qui concerne les pays développés, les effets principaux de l'ouverture des marchés de capitaux sont sans doute déjà passés, même si certains aspects encore régulés de ces marchés

<sup>157</sup> Slok T. et al. (2002), "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis", *IMF Working Paper*, n° 02/120.

<sup>158</sup> Mussa M. (ed.) (1998), "Capital Account Liberalization : Theoretical and Practical Aspects", *IMF Occasional Paper*, n° 172 ; Eichengreen B., R. Gullapalli et U. Panizza (2011), "Capital Account Liberalization, Financial Development and Industry Growth: A Synthetic View", *Journal of International Money and Finance*, vol. 30 (6), pp. 1090-1106.

peuvent échapper aux indicateurs disponibles. Cependant, l'ouverture des marchés dans les pays émergents ou en développement est loin d'avoir atteint le niveau observé dans les pays développés, et sa reprise, après la pause observée depuis la crise de 2008, pourrait encore avoir des conséquences dans les économies avancées, en permettant de nouvelles restructurations des chaînes de valeur et des spécialisations internationales de la production, en particulier dans le secteur financier.

En résumé :

- Dans les économies développées, l'ouverture des marchés de capitaux est intervenue entre 1980 et 2000 et peut y être considérée comme quasi achevée.
- Ailleurs l'ouverture est loin d'être complète, mais les bienfaits à en attendre dans les pays où les infrastructures financières sont encore fragiles sont incertains.
- La poursuite de l'ouverture dans ces pays ne sera pas neutre pour les économies avancées.

### 3.4.3 La mondialisation de l'actionariat

Avec l'ouverture des comptes de capitaux, la propriété des entreprises s'est internationalisée. Les actionnaires ou les propriétaires finaux des entreprises sont souvent des personnes morales ou physiques relevant d'autres juridictions que l'émetteur, ses salariés ou ses autres parties prenantes. Cette distanciation juridictionnelle complique les politiques publiques, qui ne peuvent plus agir simultanément sur les différentes parties prenantes pour atteindre un objectif donné.

Plus précisément, des mesures qui affectent trop la rentabilité des activités risquent d'inciter les actionnaires à déplacer les activités dans une autre juridiction où ces mesures ne s'appliquent pas, quitte à supporter le coût fixe initial de la délocalisation. Sans aller jusqu'à la délocalisation, les actionnaires peuvent aussi choisir de vendre leurs parts et de la réinvestir ailleurs, dans une autre activité ou une autre juridiction, faisant ainsi baisser le prix de l'entreprise et renchérissant ses coûts de financement au-delà de la baisse directe de rentabilité qui résultait de la mesure publique.

La mise en concurrence des juridictions est susceptible de peser sur les décisions publiques dans tous les domaines qui affectent les profits, comme la fiscalité du capital, les normes sociales ou les politiques environnementales, mais aussi plus généralement dans tout ce qui touche à l'environnement institutionnel et les conditions cadres dans lesquelles opèrent les entreprises dans chaque pays.

La pression sur les décideurs politiques passe par plusieurs canaux. Le plus direct est celui de la vie politique et de son financement. Il permet dans beaucoup de pays aux entreprises, c'est-à-dire aux actionnaires qui le décident (éventuellement par l'intermédiaire de leurs mandataires), de peser sur les programmes électoraux puis sur les politiques ensuite mises en œuvre par les gouvernements, et ce bien plus directement que ne le peuvent les autres parties prenantes à la vie des entreprises<sup>159</sup>. Ce phénomène existait avant l'internationalisation des entreprises, mais il s'est renforcé. Lorsqu'ils posent des conditions explicites ou implicites pour soutenir un programme politique, les multinationales et leurs actionnaires disposent d'options extérieures crédibles, qu'il s'agisse de délocaliser les activités ou de réallouer les portefeuilles d'actions.

Ceci dit, les gouvernements ont d'autres raisons que les pressions directes des actionnaires pour prêter attention à l'attractivité de leur territoire pour les capitaux. Dans les démocraties, au-delà des questions de financement, le suffrage universel donne nettement plus de poids au facteur travail qu'au capital, étant donné la concentration de ce dernier dans une frange étroite de l'électorat. Or la quantité de travail demandée, sa productivité et *in fine* sa rémunération dépendent de la quantité de capital disponible. La maximisation du revenu par tête dans un contexte où la mobilité internationale du travail, en particulier du travail peu qualifié, est plus faible que celle du capital justifie, parfois et seulement jusqu'à un certain point,

---

<sup>159</sup> Milanovic B. (2019), *Capitalism, Alone*, Harvard University Press.

que l'attention à la rentabilité des entreprises prenne le pas sur celle qui est portée à d'autres objectifs partagés par les citoyens.

Selon les théories de l'incidence fiscale, la poursuite de l'intérêt général conduit à répartir la charge fiscale entre les différentes bases taxables en fonction de l'élasticité relative de ces bases au taux d'imposition. La mobilité effective du capital est donc un déterminant important de la taxation optimale, et il est dans l'intérêt des actionnaires que cette mobilité soit considérée comme forte par le gouvernement.

Malgré ses enjeux en termes de politiques publiques, la mobilité effective du capital, au sens de la sensibilité des investissements aux politiques qui affectent leur rentabilité, est mal connue, car il est très difficile d'isoler les déterminants des choix de localisation. Des estimations existent cependant, souvent sur la base des comparaisons de taux de taxation du capital<sup>160</sup>. Par exemple, certaines études estiment qu'une hausse de 10 point de la taxation des revenus distribués du capital réduirait de 8 % le montant des profits déclarés<sup>161</sup>, et conduirait à une baisse de 30 % des IDE entrants<sup>162</sup>, ou encore accroîtrait d'un tiers le nombre de délocalisations de siège par des entreprises multinationales<sup>163</sup>. Il semblerait aussi que les effets soient asymétriques, au sens où une hausse de l'imposition du capital réduit les IDE rentrant dans un pays, mais qu'une baisse ne les accroît guère, et que ces effets soient non linéaires, au sens où les flux d'IDE réagissent plus que proportionnellement aux écarts de taxation entre pays<sup>164</sup>. Mais on ne dispose pas de mesures homogènes de ce type à différents moments, qui seules permettraient de documenter directement une augmentation de la mobilité. Par ailleurs, il est difficile de distinguer, dans la variation des profits déclarés à la suite d'une variation de leur taux d'imposition, ce qui est dû à une délocalisation réelle des activités des entreprises et ce qui est dû à un déplacement seulement comptable des profits vers des juridictions où ils sont moins imposés<sup>165</sup>.

On peut néanmoins mesurer directement l'internationalisation effective de l'actionariat des entreprises, qui constitue un indice fort de la mobilité des capitaux. Sa forte croissance en France et en Europe dans les années 1980 et 1990 reflète pour partie l'intégration commerciale et monétaire européenne, et pour partie aussi sur la période plus récente la croissance des fonds de gestion d'actifs (Encadré 6).

#### **Encadré 6 : L'internationalisation de l'actionariat des entreprises françaises et européennes**

En France, plus de 23000 entreprises résidentes (unités légales) ont fait l'objet d'investissements directs de l'étranger en 2017, dont 75 % de PME. Ces entreprises sont en moyenne plus productives que les autres entreprises françaises, de 40 % pour les PME, 30 % pour les ETI, et 80 % pour les grandes entreprises, les investisseurs non-résidents acquérant à la fois des entreprises plus performantes, mais aussi des entreprises dont la situation s'était récemment beaucoup dégradée. L'attractivité d'une entreprise peut donc tenir autant à une performance économique solide qu'à l'opportunité d'un rachat d'entreprises prometteuses.

En ce qui concerne les IDE (participation de contrôle, à partir de 10 % de capital), ces investissements proviennent principalement des Pays-Bas, du Luxembourg, de Suisse et d'Irlande, qui cumulent 20 % des actions détenues par les non-résidents en 2016. Cependant l'examen de la provenance ultime de ces IDE révèle que 4 % de ceux qui viennent des Pays-Bas et du Luxembourg sont réalisés par un groupe français via une filiale non résidente, et 8 % d'entre eux par un groupe ayant son siège aux États-

<sup>160</sup> Comité d'évaluation des réformes de la fiscalité du capital (2019), *Premier rapport*, France Stratégie.

<sup>161</sup> Heckemeyer J. et M. Overesch (2013), "Multinationals' Profit Response to Tax Differentials: Effect Size and Shifting Channels," *ZEW Discussion Paper*, n° 13-045.

<sup>162</sup> De Mooij R. et S. Ederveen (2008), "Corporate Tax Elasticities: A Reader's Guide to Empirical Findings", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 24 (4), pp. 680-697.

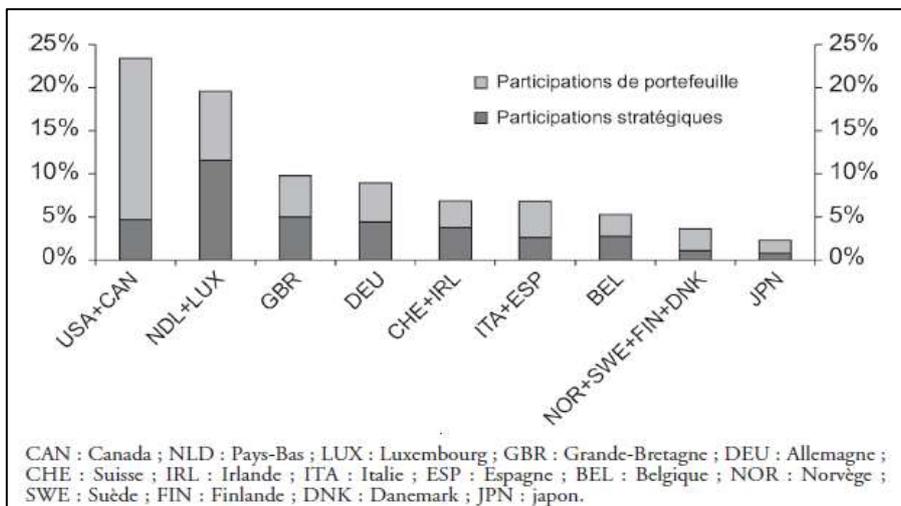
<sup>163</sup> Voget J. (2011), "Relocation of Headquarters and International Taxation", *Journal of Public Economics*, vol. 95 (9), pp. 1067-1081.

<sup>164</sup> Bénassy-Quéré A., L. Fontagné et A. Lahrière-Révil (2005), "How Does FDI React to Corporate Taxation?", *International Tax and Public Finance*, vol. 12 (5), pp. 583-603.

<sup>165</sup> Sorbe S. et A. Johansson (2017), "International Tax Planning and Fixed Investment", *OECD Economics Department Working Paper*, n° 1361.

Unis.

### Participation en actions et titres d'OPC français par les non-résidents, 2001-2016 (en % du capital)

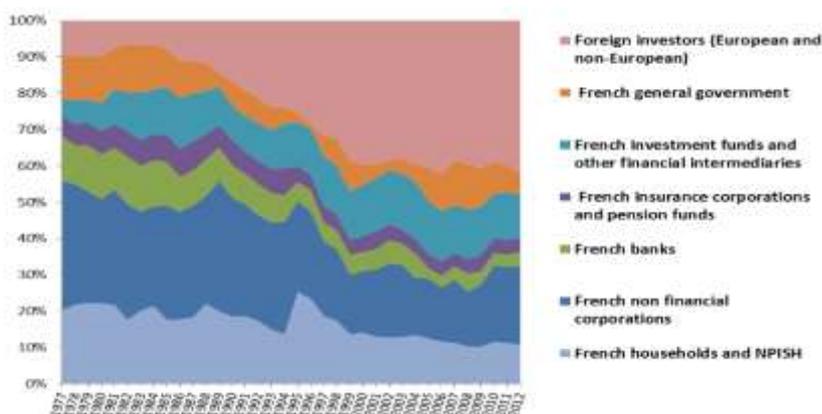


Source : Auvray (2017), « Évolution de l'actionariat en France : 1977-2017 ».

Quant aux investissements en portefeuille, ils proviennent majoritairement des États-Unis ou du Canada, et du côté européen pour 15 % du Luxembourg, signe d'une gestion d'actifs transitant désormais par ces pays. Au total, les investissements ultimes (IDE et portefeuille) par les non-résidents des sociétés cotées et non cotées françaises proviennent pour près de la moitié d'entre eux des États-Unis, du Luxembourg et des Pays-Bas, les États-Unis ressortant comme le premier détenteur ultime d'IDE en France<sup>166</sup>.

Au niveau européen, l'évolution de l'actionariat n'est pas très différente de ce qu'on observe en France. Entre 1975 et 2012, le poids des investisseurs étrangers a quadruplé, de 10 % à 45 % (38 % si on considère les fonds domiciliés au Luxembourg ou en Irlande comme des investisseurs domestiques), alors que celui des États s'est réduit de 7 % à 4 % et que la détention directe par les ménages est passée de 28 % à 12 %. Quant à la part des fonds d'investissement et autres intermédiaires financiers, elle était de 21 % en 2012 contre 10 % jusque dans les années 1990<sup>167</sup>.

### Actionariat des sociétés cotées en France

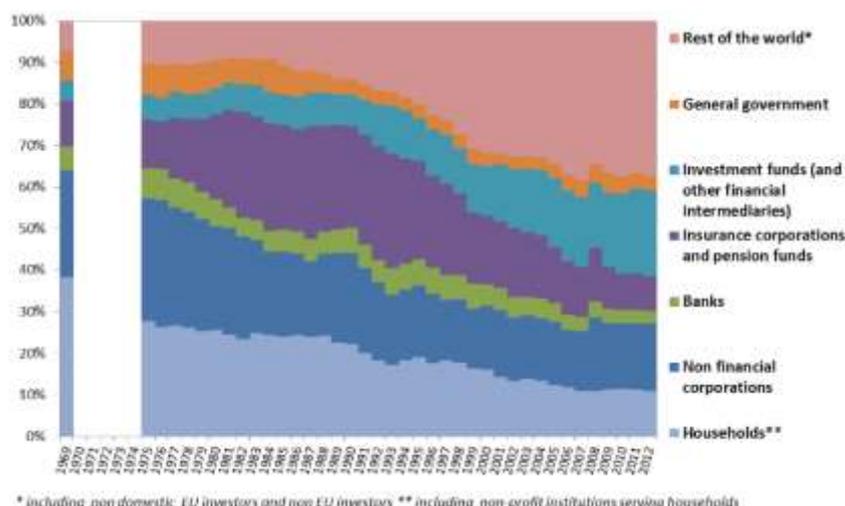


Source : Davydoff D., D. Fano et L. Qin (2013), "Who owns the European economy ?", Commission Européenne.

<sup>166</sup> Banque de France (2019), *Bulletin de la Banque de France*.

<sup>167</sup> Davydoff D., D. Fano et L. Qin (2013), "Who owns the European Economy? Evolution of the ownership of EU-listed companies between 1970 and 2012", *A Report for the European Commission and the Financial Services User Group*.

### Actionnariat des sociétés cotées dans l'Union européenne



Source : Davydoff D., D. Fano et L. Qin (2013).

Note : Les données pour les années 1970 à 1974 ne sont pas suffisamment représentatives pour permettre une estimation.

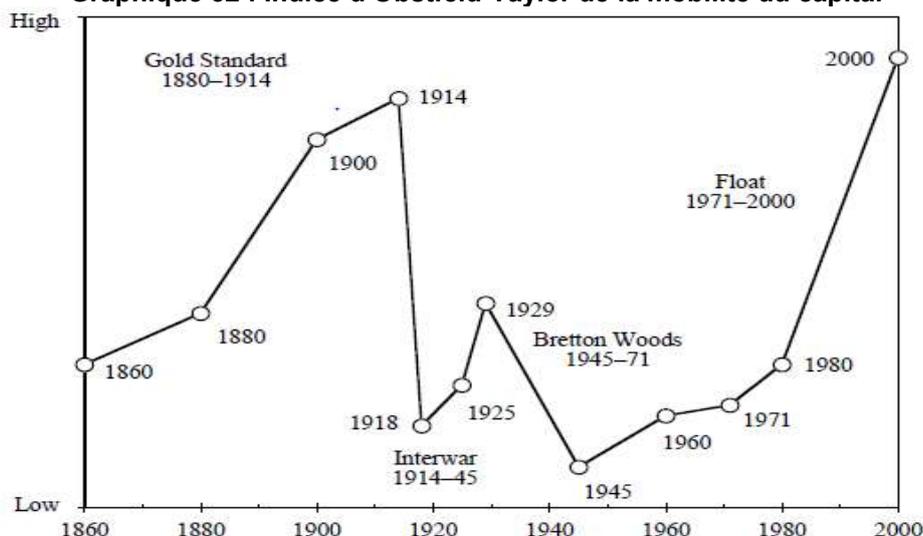
Le fait que le développement des gestionnaires d'actifs soit responsable d'une part importante de l'internationalisation de l'actionnariat des firmes pose la question de savoir si celle-ci est un bon proxy de la mobilité du capital. En effet, étant donné l'importance des fonds passifs, il n'est pas certain que leur développement contribue à accroître la sensibilité de la localisation des firmes à l'environnement fiscal et réglementaire national.

De manière complémentaire aux éléments descriptifs précédents, l'indice d'Obstfeld-Taylor de la mobilité du capital est souvent cité, quoiqu'il soit construit sur une base discrétionnaire d'expertise et qu'il couvre l'ensemble des flux de capitaux et pas seulement les actions<sup>168</sup>. Il indique un fort accroissement de la mobilité des capitaux depuis la fin de la seconde guerre mondiale, qui aurait atteint en 2000 un niveau inédit. Il montre aussi qu'une chute de cette mobilité du capital n'est pas sans précédents historiques, après la première guerre mondiale et après la crise de 1929 (Graphique 32). Cependant les indications dont on dispose, et en particulier les flux transfrontières enregistrés par les balances des paiements ne signalent pas une contraction marquée des échanges de capitaux depuis 20 ans. En particulier, les flux nets d'actions entre pays ne semblent guère avoir été affectés par la crise de 2008<sup>169</sup>.

<sup>168</sup> Obstfeld M. et J. Taylor (2001), "Globalization and Capital Markets", *NBER Working Paper*, n° 8846. Pour source du graphique 32, qui figure dans cet article et a été abondamment repris dans la littérature ultérieure, les auteurs indiquent "Introspection".

<sup>169</sup> Scott Davis J., G. Valente et E. van Wincoop (2019), "Global Drivers of Gross and Net Capital Flows", *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization Institute Working Papers*, n° 357.

**Graphique 32 : Indice d'Obstfeld-Taylor de la mobilité du capital**



Source : Obstfeld M. et J. Taylor (2001), "Globalization and Capital Markets".

En résumé :

- La taxation optimale du capital sera d'autant plus faible que sa mobilité est élevée, les actionnaires ayant donc intérêt à ce qu'elle soit jugée élevée.
- Partout les détentions d'entreprises nationales par des non-résidents sont en augmentation.
- Cette internationalisation de l'actionnariat n'est pas facilement dissociable de la place croissante prise par les gestionnaires d'actifs.
- Il n'est pas certains que la montée en charge des fonds passifs contribue à un accroissement de la mobilité du capital.
- L'évolution de la sensibilité du capital aux environnements nationaux n'est pas directement mesurée, mais généralement considérée comme croissante.

#### 3.4.4 La mondialisation du secteur productif français

En France en 2017, 1 % des entreprises françaises était sous le contrôle de firmes multinationales et c'étaient principalement des entreprises de taille intermédiaire. Elles employaient 2,2 millions de personnes, soit 13 % des effectifs salariés, mais participaient pour 17 % à la création de valeur ajoutée. Elles sont donc plus productives que la moyenne<sup>170</sup>. Ces chiffres placent la France dans la moyenne de l'Union européenne où partout les actionnaires nationaux contrôlent la plus grande part des activités productives sur le territoire national, reflétant la persistance d'un effet-frontière important dans l'allocation intra-européenne du capital<sup>171</sup>.

Les coûts salariaux moyens par tête sont aussi plus élevés dans les entreprises sous contrôle étranger que dans les multinationales sous contrôle français (de 2,5 %), mais les investissements corporels sont plus faibles (taux d'investissement de 17 % de la valeur ajoutée contre 25 % pour les multinationales françaises).

Seize pays investisseurs concentraient 95 % de l'emploi en France sous contrôle étranger, dont 55 % dans l'Union européenne. Les États-Unis arrivent en premier, avec plus de 530 000 emplois contrôlés, suivis par

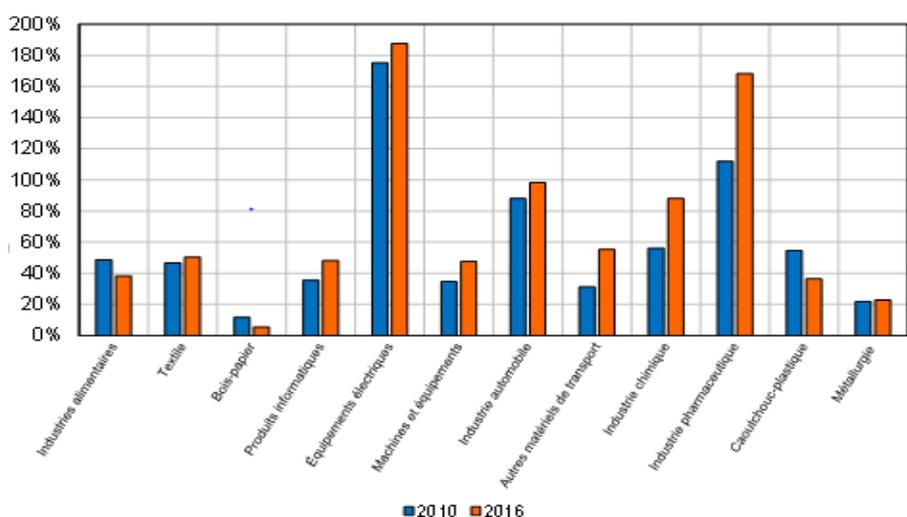
<sup>170</sup> Duplessy, A. (2019), "Les entreprises de taille intermédiaire concentrent 45 % de l'emploi sous contrôle étranger en France", *Insee Focus*, n° 141.

<sup>171</sup> Grell M. (2008), "Les entreprises sous contrôle étranger dans l'UE", *Eurostat Statistiques en bref*, n° 30/2008.

l'Allemagne (324 000 emplois) et la Suisse (265 000 emplois). Un tiers des emplois sous contrôle étranger en France sont dans l'industrie manufacturière, un quart dans les activités de services administratifs et de soutien (dont l'intérim), et un autre quart dans le commerce, surtout le commerce de gros.

Symétriquement, l'activité des filiales des firmes françaises situées à l'étranger donne des indications sur l'intensité d'internationalisation des branches et sur d'éventuelles délocalisations. Les industries les plus internationalisées sont les équipements électriques, l'industrie pharmaceutique, l'industrie automobile et l'industrie chimique. On note une tendance à la croissance du degré d'internationalisation des branches, particulièrement marquée sur la dernière décennie dans les industries chimique, pharmaceutique et des autres matériels de transport, qui couvre l'aéronautique (Graphique 33)<sup>172</sup>. Dans l'industrie automobile, d'importantes délocalisations sont intervenues plus tôt, dans les années 2000 (Encadré 8).

**Graphique 33 : Intensité d'internationalisation des branches françaises**



Source : Eurostat, Foreign Affiliates Trade Statistics, et calculs de la DG Trésor.

Note : L'intensité d'internationalisation est mesurée pour chaque branche par le ratio du chiffre d'affaires des filiales détenues par des entreprises françaises à l'étranger sur le chiffre d'affaires réalisé en France

### Encadré 8 : L'internationalisation de l'industrie automobile française

Le secteur automobile se distingue des autres secteurs manufacturiers français par sa forte internationalisation au cours des années 2000, qui s'est traduite par la délocalisation à l'étranger d'une grande partie de la production des groupes automobiles français, vers les nouveaux États membres de l'Union, mais aussi en Turquie et au Maroc. Ainsi en 2016 la France ne représente plus que 6,7 % de la production automobile européenne, contre près du double en 2000. Les groupes automobiles français détiennent aujourd'hui environ un millier de filiales à l'étranger, qui emploient près de 420 000 salariés et génèrent un chiffre d'affaires de l'ordre de 160 Md€ en 2017 (dont près de 60 % à l'export). Dans le même temps, le nombre de postes salariés en France a est passé de près de 300 000 au début des années 2000 à environ 190 000 en 2017<sup>173</sup>. Le fait que certains groupes étrangers (Daimler et Toyota) produisent aussi des automobiles en France n'a pas suffi à inverser cette tendance<sup>174</sup>.

Une des conséquences les plus visibles de cette stratégie d'internationalisation est l'évolution de la balance commerciale du secteur. En 2018, bien que l'industrie automobile reste l'une des principales forces de la France à l'export (50,5 Md€ d'exportations brutes en 2018, son plus haut niveau depuis 2007, soit 10 % de l'ensemble de nos exportations), le déficit du secteur a atteint un point haut

<sup>172</sup> Faquet R., L. Le Saux et C. Rachiq (2019), "Spécialisation productive et compétitivité de l'économie française", *Trésor-Éco*, n° 248.

<sup>173</sup> De Warren G. (2020), "Les stratégies internationales des entreprises françaises", *Trésor-Éco*, n° 271.

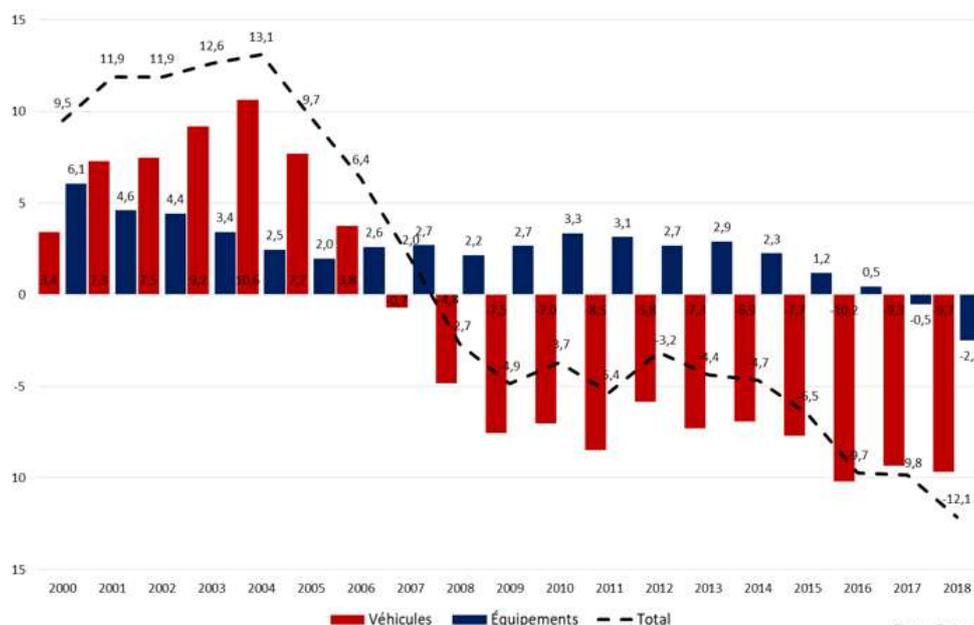
<sup>174</sup> Head K., P. Martin et T. Mayer (2020), "Les défis du secteur automobile : compétitivité, tensions commerciales et relocalisation", *Notes du Conseil d'Analyse Économique*, n° 58.

historique (12 Md€).

Excédentaire au début des années 2000 (13 Md€ d'excédent en 2004, soit le point historiquement le plus haut), la balance commerciale automobile française s'est progressivement détériorée à partir de 2005 pour devenir déficitaire en 2008, du fait notamment de la dégradation progressive du solde des véhicules automobiles, déficitaire pour la 1<sup>re</sup> fois en 2007 avec un point bas en 2016 à -10 Md€. Cela s'explique par le mouvement de transfert de production vers l'étranger opéré par les constructeurs automobiles français au cours des années 2000 afin à la fois (i) d'améliorer leur compétitivité-coût grâce à des coûts de production plus faibles et (ii) de servir les marchés locaux et les zones à fort potentiel.

On observe ainsi, sur la période 2000-2006, une forte augmentation du stock d'IDE français à l'étranger dans l'industrie automobile, passant de 14 Md€ à 37 Md€. Aujourd'hui, le secteur automobile représente environ 10 % du stock d'IDE français. Parallèlement, à l'instar des constructeurs de véhicules mais avec un décalage de quelques années, les équipementiers automobiles ont également privilégié l'implantation de filiales à l'étranger pour être présents sur les marchés dynamiques, limitant ainsi les exportations depuis la France. En conséquence, la balance commerciale des équipements automobiles s'est également détériorée depuis le début des années 2010 pour devenir déficitaire pour la 1<sup>re</sup> fois en 2017 (-2,5 Md€ en 2018).

### Évolution du solde commercial des équipements et des véhicules automobiles (Md€)



Source : Douanes.

En résumé :

- La France se place dans la moyenne de l'Union européenne en ce qui concerne la part de la valeur ajoutée (17 %) et de l'emploi (13 %) dans les entreprises sous contrôle étranger.
- Ces parts sont bien inférieures à ce qui résulterait d'une allocation du capital sans friction aux frontières intra-européennes.
- La France a eu une stratégie d'implantation de filiales à l'étranger plus agressive que ses partenaires, en particulier dans le secteur automobile.

## 4. Le futur du capitalisme

Malgré les déceptions qu'elle suscite et la crise sanitaire qui la soumet à de nouvelles tensions, l'organisation capitaliste de la plupart des économies ne semble pas susceptible d'être remise en cause à court terme. À plus long terme cependant, on peut s'attendre dans chaque pays à ce que les formes prises par le capitalisme s'adaptent à l'évolution des différentes tendances qui affectent ses résultats et réagissent aux crises qui peuvent le frapper, telles que la crise du covid.

### 4.1 L'inflexion des tendances passées et ses conséquences

#### 4.1.1 *Des tendances qui pourraient s'infléchir*

Avant la crise sanitaire, l'avenir qui se dessinait dépendait de la persistance ou de l'inflexion des tendances à l'œuvre dans les dernières décennies. Celles-ci n'étaient pas toutes vouées à se poursuivre à l'identique. À terme et hors choc imprévu, le ralentissement démographique et le vieillissement devraient réduire l'excès d'épargne et faire remonter les taux d'intérêt. Mais cela ne devrait arriver que d'ici une quinzaine d'années et seulement lentement ensuite. Les évolutions de la population devraient aussi faire augmenter le coût du travail dans les économies avancées et le faire baisser ailleurs.

La mondialisation des échanges de biens a sans doute atteint aujourd'hui un plateau, qui ne pourrait être dépassé que par un développement des échanges de services, que le contexte commercial actuel ne semble pas favoriser à court terme. Au contraire, les pressions à la démondialisation, si elles s'accroissent, entraîneraient une réorganisation des chaînes de valeur ajoutée et peut-être un rapatriement vers les pays avancés de certaines activités stratégiques, le plus souvent appartenant à l'industrie manufacturière riche en emplois moyennement qualifiés. Dans ce cas, on pourrait assister, toutes autres choses égales par ailleurs, à une distribution moins inégalitaires des revenus du travail, et aussi de la localisation des activités sur le territoire, au prix cependant d'une perte de productivité au niveau mondial. En tout état de cause, la mondialisation commerciale ne devrait pas exercer de pressions nouvelles directes sur la répartition du revenu, ni d'ailleurs sur le progrès technique.

L'ouverture des marchés de capitaux peut sans doute elle aussi être considérée comme largement achevée dans les économies avancées, mais ce n'est pas le cas des pays émergents et leur ouverture aura des conséquences dans les pays avancés. On peut donc s'attendre à des pressions supplémentaires sur les flux de capitaux et les localisations d'entreprises, si, comme cela paraît probable, les émergents ouvrent progressivement leur système financier lorsqu'ils le considéreront comme suffisamment développé pour bénéficier de la libéralisation.

La financiarisation de l'économie semble, elle, difficile à arrêter. L'application des nouvelles technologies et de l'intelligence artificielle, avec les économies d'échelle et les rentes que ces innovations sont susceptibles d'apporter, n'en est sans doute qu'à ses débuts. La poursuite du déliement de la gestion des firmes et de leur propriété ultime paraît elle aussi inéluctable au fur et à mesure que ces techniques pénétreront le tissu des entreprises.

En résumé :

- Les tendances démographiques changent lentement et leurs inflexions ne devraient pas peser avant une dizaine d'années.
- L'ouverture des échanges de biens semble devoir ralentir et celle des services peiner à démarrer, mais celle des marchés de capitaux devrait s'accroître dans les pays émergents.
- Les évolutions technologiques et leur adoption par le secteur financier devraient se poursuivre, tout comme la financiarisation des économies et de l'allocation du capital.

#### 4.1.2 *Ce que pourraient impliquer l'inflexion des tendances de long terme*

Le ralentissement de la mondialisation et la poursuite de la financiarisation devraient tous deux peser négativement sur les gains de productivité à l'avenir. Cela ne préjuge pas des gains potentiels associés au rattrapage dans les pays où toutes les entreprises ne sont pas encore à la frontière de productivité, dont fait sans doute partie la France. Mais la mobilisation de ces gains au-delà du rythme déjà observé nécessitera vraisemblablement des réformes.

Avec le ralentissement du progrès technique et du commerce international de biens, on devrait voir un ralentissement des inégalités de revenu brut, voire un arrêt lorsque la démographie viendra renchérir le facteur travail dans les pays avancés. Cela reste cependant tributaire de l'adéquation des qualifications de la population active à celles qui sont demandées par les entreprises, et donc des performances du système de formation initiale et professionnelle.

Les pressions exercées par la mobilité du capital et des biens sur les systèmes redistributifs devraient continuer à s'accroître avec l'ouverture progressive du compte de capital des pays émergents, mais à un rythme sans doute moins fort que sur les dernières décennies, grâce à l'épuisement de la mondialisation des marchés de produits. Surtout, le gros du reparamétrage des systèmes sociaux nécessite par la démographie passée aura été fait, et les pressions démographiques nouvelles sur les paramètres devraient rester gérables au fil de l'eau là où des systèmes à contributions définies auront été adoptés. Cette future gestion au fil de l'eau n'a pas de raison particulière d'affaiblir les propriétés redistributives des systèmes sociaux, ce qui permettrait d'échapper à la fatalité des dernières décennies, pendant lesquelles les réformes décidées par les gouvernements conduisaient le plus souvent à affaiblir la redistribution. Aux États-Unis cependant, une réforme d'ampleur paraît encore nécessaire pour assurer l'équilibre du système de santé, ce qui pourrait attiser de nouveaux mécontentements.

Au total, on peut estimer que les pressions à l'accroissement des inégalités de revenu après redistribution s'atténueront, mais sans disparaître complètement. À tout le moins, cela devrait rendre plus facile d'envisager des actions coordonnées de plusieurs États pour limiter le creusement supplémentaire des inégalités.

Les pressions globales sur l'environnement devraient continuer à augmenter sous l'effet de la croissance démographique et économique de pays émergents, relativement moins vertueux et désormais dans une phase où se développent des secteurs polluants. L'ouverture de ces pays à davantage d'investissements étrangers, avec des effets supplémentaires de spécialisation sectorielle internationale, devrait jouer dans le même sens, si bien qu'il est peu probable que le ralentissement de la mondialisation commerciale se traduise par une décélération des atteintes à l'environnement. Les contraintes déjà exercées par la mondialisation sur les politiques environnementales ne devraient pas diminuer non plus. Tous ces facteurs suggèrent une accentuation des problèmes environnementaux et des difficultés à les traiter.

En résumé :

- La productivité pourrait encore ralentir avec le plateau atteint par la mondialisation des produits et la poursuite de la financiarisation des économies.
- Dans les pays développés, les pressions à l'accroissement des inégalités devraient se réduire avec la raréfaction du travail et l'essoufflement de la mondialisation.
- Les atteintes à l'environnement sont peu susceptibles de ralentir, et les difficultés à coordonner les politiques environnementales entre les pays ne devraient pas s'aplanir.

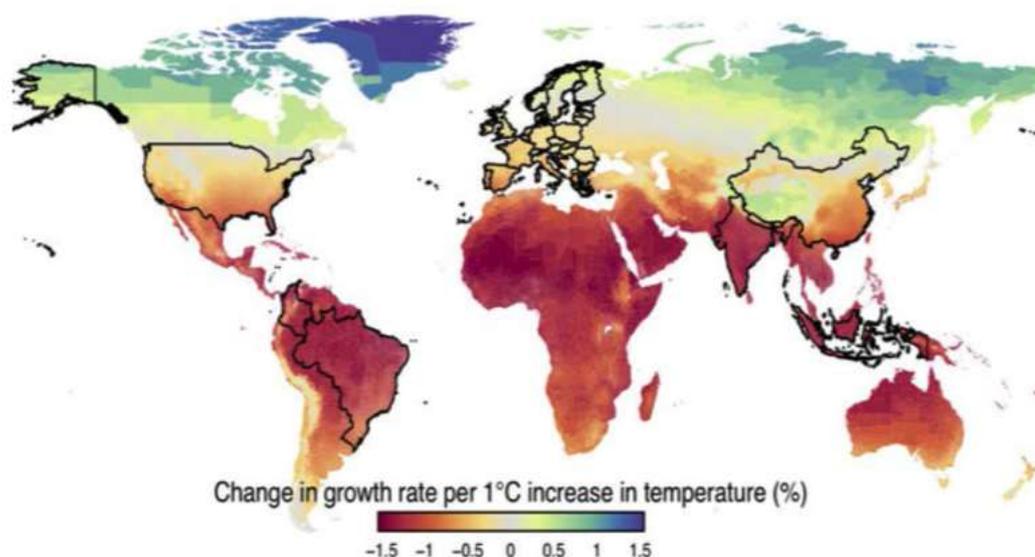
## 4.2 L'émergence de nouveaux facteurs d'inflexion

Avant même la crise sanitaire de 2020, des facteurs nouveaux, susceptibles de peser sur le fonctionnement du capitalisme, étaient en train d'émerger alors qu'ils n'avaient joué jusqu'alors qu'un rôle marginal. C'est le cas en particulier de questions géographiques nouvelles, telles que les conséquences du dérèglement climatique et les migrations qu'elles peuvent provoquer, le développement du télétravail international, ou la mondialisation des données et la localisation des serveurs.

### 4.2.1 Les migrations climatiques

Le caractère non linéaire du changement climatique implique que ses conséquences futures seront bien plus graves que ses effets observés jusqu'à présent. Leur ampleur est difficile à évaluer, mais il est généralement admis que plusieurs dizaines de points de PIB pourraient être retranchées au PIB mondial si les températures s'élevaient de nettement plus que 2°C<sup>175</sup>. Cela se traduirait par un fort ralentissement de la croissance mondiale, inégalement réparti entre les régions du globe. Les effets négatifs pourraient ainsi dépasser 1 point de PIB annuel dans les pays les plus chauds, qui sont souvent aussi les plus agricoles et parmi les plus pauvres, alors qu'il serait nettement moindre dans les zones tempérées (Graphique 34)<sup>176</sup>.

**Graphique 34 : Effet à court terme du réchauffement sur la croissance annuelle du PIB**



Source : Burke et Tanutama (2019).

Ces effets différenciés en particulier sur les ressources en eau, pourraient induire des flux migratoires importants, même s'ils sont restés quantitativement assez faibles pour l'instant<sup>177</sup>. Ces flux refléteraient à la fois le fait que les modifications du climat dans une région accroissent le désir de ses habitants de la quitter pour réduire leur exposition aux risques physiques et économiques, et le fait qu'elles réduisent simultanément leur capacité économique à émigrer. Selon que domine l'augmentation de la vulnérabilité ou la réduction de la capacité à émigrer, on voit ou non une hausse de l'émigration. Cela expliquerait que l'émigration climatique résulte moins d'événements climatiques extrêmes que des évolutions lentes qui accompagnent le réchauffement, comme les sécheresses. Cela expliquerait aussi que jusqu'à présent l'émigration climatique (comme d'ailleurs l'émigration économique en général) n'est pas le fait des habitants les plus pauvres des régions affectées.

<sup>175</sup> Carantino B., N. Lancesseur, M. Nakaa et M. Valdenaire (2019), "Effets économiques du changement climatique", *Trésor-Éco*, n° 262.

<sup>176</sup> Burke M. et V. Tanutama (2019), "Climatic constraints on aggregate economic output", *NBER Working Paper*, n° 25779.

<sup>177</sup> Kaczan D. et J. Orgill-Mayer (2020), "The impact of climate change on migration: a synthesis of recent empirical insights", *Climatic Change*, vol. 158 (3), pp. 281-300.

La poursuite exponentielle du réchauffement est cependant susceptible de modifier ces caractéristiques et de conduire à une accélération et une paupérisation significatives de l'émigration climatique. Ces flux migratoires modifieraient les trajectoires démographiques des pays d'origine et d'accueil, ainsi que la composition de leur population active. Selon la composition de l'émigration climatique et les capacités d'intégration des pays d'accueil, vraisemblablement parmi les pays moins affectés par le réchauffement que les pays d'origine, le coût relatif du travail et en particulier du travail non qualifié pourrait y baisser. Toutes choses égales par ailleurs, cela pourrait donc accroître les inégalités dans les pays développés des zones tempérées. En même temps, l'afflux de travail dans des pays hôtes, plus capitalistiques que les pays d'origine et dont le développement financier permet une allocation efficace du capital, devrait se traduire par une hausse de la productivité mondiale (qui, toutes choses égales par ailleurs, résulterait d'un effet de composition, même si la productivité nationale baisse à la fois dans les pays hôtes et les pays d'origine).

Il est possible aussi que les pressions à l'émigration climatique impliquent des tensions géopolitiques pouvant aller jusqu'à bloquer cette émigration. Le risque est alors que cela passe par des conflits, la mise en place de politiques défensives économiquement inefficaces, ou des pressions accentuées au délitement des accords multilatéraux et de la mondialisation. Dans tous les cas, les conséquences macroéconomiques en seraient importantes et négatives, en particulier dans les pays qui se ferment dont la productivité devraient être affectée.

En résumé :

- Une augmentation de l'émigration climatique est probable.
- Si les pays de destination sont capables d'intégrer les flux de travail, cela pourrait se traduire par une hausse de la productivité mondiale, malgré une baisse dans chaque pays.
- Les inégalités pourraient aussi augmenter dans les pays hôtes.
- Les pressions migratoires pourraient impliquer la mise en place de politiques défensives néfastes pour la productivité mondiale et nationale.

#### *4.2.2 Les nouvelles conditions de répartition géographique de la production et du travail*

Le progrès technique permet que certaines tâches nécessaires à la production puissent être exécutées loin du lieu où le produit est mis à disposition. Certains de ces progrès ne sont pas récents : le développement des transports, de la finance et des télécommunications ont été fondamentaux pour l'exploitation des avantages comparatifs nationaux, y compris à l'intérieur d'une même entreprise. Des évolutions plus récentes, comme l'impression 3D ou les possibilités de télétravail mondial ouvertes par Internet et l'universalisation de la langue anglaise, sont parfois vues comme susceptibles de modifier significativement la géographie des activités économiques.

L'impression 3D, créditée à son apparition d'un fort potentiel disruptif, garde un rôle marginal. C'est probablement dû à son coût comparé à celui du déplacement des marchandises<sup>178</sup>. La question se pose de savoir si cet arbitrage pourrait être modifié dans le cas d'une hausse plausible du prix des transports (du fait, par exemple, d'une taxe sur les carburants) ou d'une hausse des tarifs douaniers. Dans le second cas, la question se poserait d'ailleurs aussi de l'opportunité et des moyens d'éviter un contournement des barrières douanières par le recours à cette technologie. En tout état de cause, il ne semble pas que l'analyse économique ait, en première approche, à dissocier l'impression 3D de la robotisation en général, ni qu'il faille à ce stade la considérer comme une inflexion du sentier de progrès technique et des tendances existantes qui affectent la localisation du capital et du travail.

---

<sup>178</sup> Weller C., R. Kleer et F. Piller (2017), "Economic implications of 3D printing: Market structure models in light of additive manufacturing revisited", *International Journal of Production Economics*, vol. 164 (3), pp. 43-56.

Rendue possible par l'amélioration exponentielle des capacités de transmission de données et par l'adoption quasi-universelle de l'anglais comme langue de communication internationale, la fourniture de travail et de prestations de services à distance semble plus riche de potentialités disruptives que celle de biens. En ce qui concerne les services, l'expansion des échanges transfrontières est freinée mais pas totalement empêchée par les barrières réglementaires nationales. Même si leur réduction pourrait être un objectif des négociations à l'OMC, les perspectives de succès significatif à court ou même moyen terme paraissent limitées. On devrait donc assister à une poursuite des tendances à la hausse des échanges de services, mais sans accélération particulière.

Le développement du télétravail international (ou « télémigration ») est sans doute plus difficile à réguler que celui de la fourniture de services, surtout si, après la pandémie et le recours au télétravail local, se développent des pratiques de sous-traitance de tâches par certains salariés. Ceci pourrait conduire à ce que le recrutement pour certains postes très télétravaillables puisse se faire dans un bassin d'emploi étendu bien au-delà de ce que permettent des déplacements physiques quotidiens, voire étendu au monde entier. Cette situation concerne surtout les professions intellectuelles et les cadres supérieurs, qui pourraient voir leurs salaires peu à peu refléter l'équilibre entre offre et demande sur un marché mondial plutôt que local.

Les conséquences d'une mondialisation d'une partie du travail qualifié sont complexes et difficiles à évaluer. Leur ampleur dépendrait en tout état de cause de la part des emplois effectivement concernés par les possibilités de télémigration. On peut conjecturer que celle-ci conduirait à une baisse de certains hauts salaires, des coûts salariaux unitaires et des inégalités salariales dans les pays riches, et à des hausses symétriques dans les pays pauvres. En statique comparative, le télétravail peut être vu comme une amélioration du processus d'allocation des travailleurs aux entreprises et il devrait donc s'accompagner d'une hausse de la productivité globale des facteurs. Mais dans une perspective dynamique, la baisse des primes salariales attachées aux qualifications dans les pays riches devrait peser sur les incitations à se qualifier et, à terme, sur le niveau de capital humain et la productivité, l'effet inverse étant encore une fois observé dans les pays moins développés qui devraient en outre bénéficier d'un ralentissement de la fuite des cerveaux<sup>179</sup>.

En résumé :

- Seules certaines tâches qualifiées devraient être concernées par la possibilité de télémigration.
- Si le phénomène prend de l'importance, il devrait améliorer la productivité mondiale et faire converger les coûts salariaux unitaires entre pays développés et émergents.
- Il devrait aussi réduire les inégalités et les incitations à la qualification de la main d'œuvre dans les pays développés, avec l'effet inverse dans les pays émergents.

#### 4.2.3 Le rôle croissant des données

Avec le développement de l'économie numérique et de l'intelligence artificielle, la collecte, l'échange et l'analyse des données ont pris une importance économique nouvelle et encore imparfaitement mesurée<sup>180</sup>. L'accumulation de données peut être considérée comme une amélioration de l'information réduisant les asymétries entre les agents économiques et les coûts qui en découlent, et améliorant le fonctionnement de l'économie dans son ensemble. Un exemple classique de telle amélioration concerne le marché du crédit, pour lequel une meilleure identification des caractéristiques des emprunteurs, grâce à des données personnelles sur eux, permet de résoudre un problème de rationnement et de surtarification et, *in fine*, de distribuer plus de crédit et de mieux allouer l'épargne dans l'économie<sup>181</sup>. De même, si des entreprises en situation de monopole ou de concurrence imparfaite sont capables de discriminer leurs clients grâce aux

<sup>179</sup> Baldwin R. (2019), *The Globotic Upheaval: Globalization, Robotics and the Future of Work*, Oxford University Press USA.

<sup>180</sup> Carrière-Swallow Y. et V. Haksar (2019), "The Economics and Implications of Data: An Integrated Perspective", *IMF Strategy, Policy, and Review Departmental Paper*, n° 19/16.

<sup>181</sup> Stiglitz J. et A. Weiss (1981), "Credit rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, vol. 71 (13), pp. 393-410.

données qu'elles ont accumulées sur eux, elles pourront à la fois capturer une plus grande part du surplus total et augmenter la taille de ce surplus<sup>182</sup>. Dans cette perspective et d'un point de vue macroéconomique global, l'accumulation et l'analyse des données personnelles devraient contribuer à une hausse de la productivité.

Il est difficile de mesurer la contribution effective des données à la croissance, mais elle paraît pour l'instant faible au niveau macroéconomique, puisque la croissance n'augmente guère ou diminue et que la valeur ajoutée des entreprises gérant des données reste modeste dans le PIB. Cela peut refléter le fait que l'utilisation des données conduit plus à déplacer de la valeur ajoutée qu'à en créer (à l'image de la publicité), mais aussi le fait que cet usage s'accompagnerait d'effets négatifs, par exemple en termes de concurrence (car l'analyse des données présenterait des rendements croissants) ou en termes de mauvais fonctionnement des marchés (faute de droits à la vie privée suffisamment établis pour permettre une juste tarification de la valeur des données collectées)<sup>183</sup>.

À ces problèmes d'efficacité globale de l'économie des données s'ajoute un problème de répartition du surplus qu'elle permettrait de dégager. Même si la discrimination entre les clients ou entre les fournisseurs que permet l'analyse de leurs données conduit à une hausse du surplus global, elle implique surtout le déplacement d'une partie de ce surplus des clients ou fournisseurs vers le producteur qui utilise leurs données ou vers l'analyste qui lui tarifie leur déchiffrement. À l'intérieur d'un pays, ceci peut conduire à l'apparition de rentes et à une hausse des inégalités.

Mais le surplus peut aussi être déplacé vers des agents étrangers au pays où est produite la valeur ajoutée, si, par exemple, une plateforme américaine s'accapare une partie du surplus généré par les échanges entre clients et fournisseurs français. Dans ce cas, on enregistrera une hausse de PIB et de productivité au niveau global et au niveau français (tant que le service d'analyse des données est rendu par une entité enregistrée sur le territoire français), mais aussi une baisse du bien-être français, si la rente tirée des données est rapatriée vers des actionnaires, des salariés ou le fisc américains.

Cette situation crée une tension entre intérêts nationaux et mondiaux, dont la résolution ne peut passer que par des accords multilatéraux de régulation et de partage des rentes attachées aux données. Il faut en effet, d'une part, s'assurer que ces rentes restent dans des limites qui garantissent qu'elles ne réduisent pas le PIB mondial, quels que soient leurs effets sur revenus nationaux individuels, et, d'autre part, s'assurer qu'elles sont distribuées ou redistribuées par les systèmes fiscaux de telle sorte que chaque pays ait effectivement intérêt à ce que se développe une économie des données qui améliore le PIB mondial<sup>184</sup>.

Les données et des plateformes vont probablement continuer à jouer un rôle de plus en plus important pour la création et la répartition de la valeur ajoutée mondiale. Des accords multilatéraux portant sur leur régulation et leur taxation sont indispensables pour que leur développement soit favorable à la croissance mondiale et ne soit pas ralenti ou bloqué par des pays qui y perdraient, mais la régulation et les modes de taxation aujourd'hui envisagés, généralement basés sur les quantités de données échangées ou les chiffres d'affaires, vont créer un paysage incitatif nouveau pour la localisation des activités et l'allocation du capital. S'il est aujourd'hui bien trop tôt pour en mesurer les conséquences, du moins peut-on conjecturer que ces taxes et règles nouvelles pourraient peser sur la productivité globale des facteurs davantage que les principales taxes classiques (sur le travail, le capital et la valeur ajoutée) qui ont déjà bénéficié d'un long processus d'optimisation au cours de l'histoire fiscale de chaque pays.

---

<sup>182</sup> Si le monopole ne peut pas ou seulement très imparfaitement discriminer ses clients par les prix, il aura intérêt à produire moins que la quantité optimale et réduira ainsi le surplus.

<sup>183</sup> Jullien B. et W. Sand-Zantman (2020), "The Economics of Platforms: A Theory, Guide for Competition Policy", *CESifo Working Paper Series*, n° 9463.

<sup>184</sup> OCDE (2019), *The Sharing and Gig Economy: Effective Taxation of Platform Sellers*, OECD Publishing.

En résumé :

- L'économie des données peut accroître la productivité mondiale si elle est bien régulée.
- Les déplacements internationaux de surplus permis par l'exploitation des données risquent d'amener des pays à freiner son développement.
- Seuls des accords multilatéraux de régulation et de taxation permettront de contourner cet écueil.
- Le caractère encore sommaire des taxes envisagées dans ces accords risque de peser sur les gains de productivité agrégés et sur l'allocation du capital par les gestionnaires de données.

#### *4.2.4 Les conséquences de ces nouveaux facteurs d'inflexion*

Ces trois inflexions ne seront certainement pas les seules à l'œuvre, mais elles présentent toutes les trois la caractéristique d'être déjà observables à une échelle encore modeste mais susceptible de se développer fortement, ce qui permet d'extrapoler leurs conséquences. Une autre caractéristique commune des migrations, du télétravail et de l'économie des données est qu'ils renforcent l'interdépendance des économies nationales à travers de nouvelles aux canaux de décisions qui s'imposent ou s'offrent aux agents privés. Cela affectera les choix de localisation du capital, du travail et des données, peut-être de manière profonde.

Prévoir la localisation future des facteurs de production et des activités serait héroïque, mais on peut formuler une conjecture générale, qui est que la mobilité relative des facteurs aujourd'hui les plus mobiles va se réduire. Une fois fuies les conséquences du réchauffement climatique dans leur pays, les émigrants ont une forte mobilité dans leur choix de destination (avant érection de barrières à leur flux). Le télétravail permet à des travailleurs à revenus intermédiaires de choisir le lieu du capital physique au rendement duquel ils contribuent. Considérées comme un nouveau facteur de production, les données ont une mobilité quasi infinie, certainement supérieure à celle du capital physique. Considérés comme du capital physique, les centres de stockage des données constituent de grosses infrastructures, coûteuses et très peu mobiles, qui peuvent contribuer à une réduction de la mobilité générale du capital physique.

La baisse de la mobilité relative du capital physique pourrait conduire à une modification de l'incidence économique des différents impôts et un affaiblissement de la dominance fiscale du facteur capital. Ceci pourrait faciliter partout la mise en place de politique fiscales plus redistributives, pesant davantage sur le capital et moins sur le travail, tout en accentuant les inégalités entre travail mobile et immobile.

Bien sûr, ces développements dépendront de la capacité des pays à résister à la tentation de limiter les nouvelles mobilités. Des restrictions aux flux migratoires, un encadrement du télétravail international, ou des limitations aux flux licites de données peuvent être nécessaires pour maximiser l'efficacité globale dans l'allocation des facteurs par une approche multilatérale coopérative. Mais ces restrictions peuvent aussi être utilisées pour développer des politiques menant à un équilibre non-coopératif « nationaliste » inefficace.

Dans la période, peut-être longue, de transition vers une géographie de la production adaptée aux nouvelles conditions climatiques et numériques et aux nouveaux cadres nationaux et multilatéraux qu'elles appelleront, le rendement de tous les facteurs de production fera vraisemblablement face à une incertitude accrue. Ce sont le capital et le travail très qualifiés qui verraient s'effriter la supériorité aujourd'hui conférée par leur forte mobilité relative. La hausse de l'incertitude sur la localisation à long terme des activités pourraient ainsi les affecter bien davantage que par le passé. Toutes choses égales par ailleurs, ceci contribuerait à une réduction exogène des inégalités, en particulier dans les pays avancés.

En résumé, et en gardant présent le caractère hautement conjectural de ces développements :

- Les tendances nouvelles, déjà à l'œuvre mais susceptibles de monter en charge à moyen terme, vont surtout dans le sens d'une baisse de la mobilité relative du capital.
- Cela pourrait faciliter la mise en œuvre de politiques plus redistributives.
- Le capital et le travail qualifié devraient bénéficier moins systématiquement que par le passé des relocalisations des chaînes de valeur et être davantage exposé à l'incertitude.

### 4.3 Le capitalisme dans l'incertitude de la crise sanitaire

La crise du covid a profondément affecté le fonctionnement du capitalisme, en ce sens qu'elle a conduit de nombreux États, surtout dans les économies développées, à intervenir lourdement dans le fonctionnement des économies, bien au-delà du cadre national habituel dans lequel fonctionnait le capitalisme. Les réglementations sanitaires et les fermetures de certaines activités ont contraint simultanément l'offre et la demande de nombreux produits, déconnectant ainsi leur prix de la recherche d'un équilibre. Les dispositifs de chômage partiel ont déconnecté les quantités de travail offertes et demandées et les salaires de leur niveau d'équilibre. Ces dispositifs sont temporaires, mais, tant qu'ils durent, les quantités et les prix observés sur les marchés des produits ou du travail ne contiennent que peu d'information sur l'état de ces marchés lorsque les dispositifs seront levés.

Même si le marché du capital n'a pas connu des distorsions comparables à celles qui ont été imposées à celui des produits et du travail, il les reflète pour partie. La faiblesse des taux d'intérêt réels implique que l'avenir, y compris ce que l'on peut anticiper de l'avenir post-covid, tient une place importante dans la valorisation actuelle des actifs. Ainsi les cours boursiers reflètent pour partie le consensus sur les séquelles à long terme que pourraient laisser la crise dans chaque secteur<sup>185</sup> et pour partie aussi l'ampleur des incertitudes sur l'après-crise.

Ces incertitudes, aujourd'hui irréductibles, sont au moins de quatre ordres. Elles portent sur :

- la date de retour à la nouvelle normalité et à un fonctionnement plus libre des marchés ;
- la manière dont les coûts des entreprises affectés par la crise de manière durable (normes sanitaires renforcées, révisions des besoins immobiliers, modification des chaînes de valeur ajoutée,...) ;
- la manière dont les préférences des ménages resteront affectées par la crise de manière durable (structure de consommation, offre de travail, taux d'actualisation, attitude face au risque,...) ;
- les nouvelles contraintes qui s'imposeront aux politiques publiques (hausse de la dette, modification de la demande sociale de protection et de redistribution,...).

Il n'est pas question ici de discuter plus en détail chacun de ces points, mais seulement de remarquer que, en théorie, le capitalisme est censé offrir un cadre propice à l'identification du futur équilibre aujourd'hui incertain. Le retour à un fonctionnement normal des marchés permettrait d'agréger et diffuser de manière efficace l'information sur les nouveaux coûts, les nouvelles préférences et les nouvelles contraintes auxquels font face les agents et l'optimisation du profit par les entreprises limiterait des errements coûteux sur le chemin vers le nouvel état stable de l'économie<sup>186</sup>.

---

<sup>185</sup> Griffith R., P. Levell et R. Stroud (2020), "The impact of Covid-19 on share prices in the UK", *Fiscal Studies*, vol. 41 (2), pp. 363-369.

<sup>186</sup> Cet argument est le même que celui qui conduit à recommander de s'appuyer sur les marchés pour mener la transition vers une économie bas carbone. L'argument est renforcé ici par le fait, faute d'information sur le nouvel équilibre post-covid, l'efficacité de la transition repose beaucoup moins que dans le cas de la transition climatique sur une juste calibration *ex-ante* des politiques publiques.

Cette supériorité théorique du capitalisme néglige plusieurs mécanismes cruciaux pour l'identification efficace de l'équilibre post covid, mais qui ne la remettent pas nécessairement en cause. D'abord, la réallocation du capital et du travail implique des coûts échoués et des coûts frictionnels. Les coûts échoués, liés à l'obsolescence prématurée d'investissements physique ou de compétences accumulées avant la crise, sont d'autant plus élevés que l'ajustement est rapide. Les coûts frictionnels, qui recouvrent la survivance d'entreprises non viables (zombification) ou les pertes de revenus et les phénomènes d'hystérèse pouvant découler d'une forte hausse du chômage, ont plutôt tendance à croître avec la durée de l'ajustement. L'importance relative de ces différents coûts dépendra de la composition sectorielle de chaque économie, des caractéristiques structurelles qui définissent le fonctionnement de ses marchés, et des politiques qui peuvent être mises en œuvre pour accélérer ou ralentir l'ajustement.

À ces coûts d'ajustement s'ajoute le fait que le marché du capital est largement mondialisé, alors que celui du travail reste national, voire plus local encore. Cela implique que les évolutions du coût du capital dans la plupart des pays dépendront fortement de ce qui se passera chez le plus important des acteurs du marché, les États-Unis, alors que les évolutions du coût du travail reflèteront l'évolution des déséquilibres locaux de l'emploi. Cela est certes conforme avec le fonctionnement du capitalisme, mais, dans une période d'incertitude sur la réallocation du capital et de divergence des marchés nationaux du travail, chaque pays pourrait être tenté de réduire l'ouverture de son compte de capital pour retarder les ajustements sur son marché national et réduire leur coût. En plus de la tendance attendue à une baisse de la mobilité relative du capital par rapport aux autres facteurs, on pourrait donc voir une baisse de sa mobilité absolue entre les pays.

Au total, on peut conjecturer que des gouvernements nationaux rationnels, mais incapables de mettre en place rapidement une gouvernance mondiale de la transition vers l'équilibre post covid, choisiront de se reposer largement sur la poursuite capitaliste du profit pour restructurer leur système productif en minimisant les coûts d'ajustement. On peut aussi supposer que chaque pays prendra des mesures pour limiter son exposition aux chocs provoqués par l'ajustement des autres pays, en particulier sur le marché des capitaux. Ces mesures macroéconomiques pourraient s'ajouter à la tentation d'auto-assurance concernant certains secteurs ou produits, jugés stratégiques, qui seraient partiellement isolés des forces de marché pour conserver une production suffisante sur le sol national.

En résumé :

- La crise sanitaire rend l'état stable futur de l'économie très incertain, et les mesures sanitaires brouillent l'information transmise par les marchés sur son état présent.
- Le capitalisme devrait rester le cadre privilégié de tâtonnements efficaces vers un nouvel équilibre sur les marchés des produits, du travail et du capital.
- Des mesures spécifiques devraient contribuer à limiter les coûts d'ajustement dans chaque pays, d'où une probable divergence supplémentaire entre les modèles de capitalisme.
- Le ralentissement de la mobilité du capital par rapport à celle du travail pourrait être plus fort que ce qu'on attendait avant la crise du covid.

## 5. Des pistes pour maîtriser l'évolution du capitalisme

En l'absence de mesures nouvelles, les tendances à l'œuvre avant la pandémie poussaient à un ralentissement supplémentaire de la productivité, à une détérioration de l'environnement, et à un ralentissement des inégalités. Le covid est venu brouiller l'image qu'on pouvait se faire des évolutions du capitalisme, mais sans qu'il soit aujourd'hui facile d'affirmer dans quelle direction il les affecte, même si on est sûr que la contrainte sur la soutenabilité des politiques budgétaires a fortement augmenté<sup>187</sup>, et il est probable que la crise sanitaire renforcera deux ralentissements déjà à l'œuvre, celui de la mondialisation des échanges de produits et celui de la mobilité relative du capital par rapport au travail.

Les différentes dimensions de l'évolution ne sont pas indépendantes les uns des autres. Le ralentissement de la productivité réduit les marges de manœuvre redistributives de l'État et l'acceptabilité de mesures environnementales ambitieuses. Les tensions environnementales tendent à exacerber les inégalités entre pays, mais aussi à l'intérieur des pays, entre ceux qui disposent des moyens de s'assurer ou de s'adapter et ceux qui n'en disposent pas. Mais, d'autre part, une augmentation de la mobilité du travail par rapport au capital peut favoriser un rééquilibrage des politiques fiscales en faveur des salaires ou une attention plus forte à l'environnement. L'écheveau de ces enchaînements, par ailleurs bouleversés par la crise sanitaire, ne pourrait être démêlé que par une approche en termes d'équilibre général qui dépasserait les moyens analytiques disponibles aujourd'hui.

Cependant, certains facteurs clés à l'œuvre derrière les évolutions probables du capitalisme ont été identifiés : ce sont la démographie, le progrès technique dans la finance, la mondialisation des échanges de produits, et l'ouverture des marchés de capitaux dans les pays émergents. Aucun de ces facteurs ne semble en soi pouvoir ni devoir être contrecarré, mais il existe des leviers pour infléchir la trajectoire qui résulte de ces facteurs et les inquiétudes qu'elle suscite. Ces leviers sont bien connus et étudiés, même si c'est le plus souvent de manière disjointe.

Parmi les moyens d'action dont la mise en œuvre devrait être examinée, on peut citer :

- La régulation du secteur financier pour améliorer le PIB et la productivité par une meilleure allocation du capital, la régulation du secteur financier.
- La gouvernance des entreprises pour satisfaire d'autres objectifs que le PIB, concernant la distribution primaire des revenus, l'environnement, ou la répartition territoriale des activités.
- Les politiques redistributives, pour agir sur la répartition du revenu disponible des ménages.
- L'articulation internationale et l'accompagnement national des réformes du capitalisme, pour satisfaire les préférences sociales tout en profitant de la mondialisation.

### 5.1 Régulation du secteur financier

La détérioration de l'efficacité dans l'allocation du capital, l'apparition de sursalaires qui pèsent sur l'allocation du travail et les inégalités, et la structure oligopolistique de certains secteurs associés au développement de la gestion collective suggèrent que les bénéfices de la concurrence dans le secteur financier ont été érodés par les innovations techniques et commerciales, avec des effets macroéconomiques négatifs. La crise financière a d'ailleurs joué un rôle ambigu à cet égard, l'objectif de plus grande stabilité financière amenant les régulateurs à encourager les consolidations et une réduction supplémentaire de la concurrence.

---

<sup>187</sup> En octobre 2020, le FMI estimait à 20 points de PIB la hausse de la dette publique intervenues en 2020 dans les pays avancés, et à près de 15 points sa hausse dans les pays émergents. FMI (2020), "Fiscal Policies To Address the Covid-19 Pandemic", *Fiscal Monitor October 2020*.

En termes de gains macroéconomiques, il paraîtrait justifié de donner au moins temporairement aux objectifs de concurrence et de restauration d'une allocation efficace de l'épargne la priorité sur les objectifs d'accélération de l'innovation dans la finance et d'accroissement de la taille du secteur. Pour cela, on pourrait, d'une part, porter davantage attention aux subventions croisées et à la réduction des asymétries d'information<sup>188</sup> et, d'autre part, s'inspirer des approches examinées ou mises en œuvre pour concernant les plateformes numériques non financières, pour plus systématiquement mettre en regard les bénéfices du progrès technique et des rendements d'échelle qu'il peut apporter avec les conditions effectives de concurrence qui en résultent. Cela implique en particulier de surmonter les risques de capture des régulateurs, beaucoup plus forts sans doute dans le secteur financier que dans le secteur numérique, en raison de plus fortes asymétries d'information et d'un poids bien plus important en termes d'emplois et de salaires.

Une régulation plus pro-concurrentielle de la finance devrait avoir pour objectif premier d'améliorer l'allocation du capital, et ainsi la productivité et le PIB. On peut s'attendre aussi à ce qu'elle mène à de moindres inégalités entre revenus primaires, notamment au sein des revenus salariaux, et à une meilleure allocation du capital humain entre les secteurs, contribuant elle aussi à augmenter le PIB.

En résumé :

- Améliorer l'allocation du capital et la productivité des économies exige d'améliorer le fonctionnement de la finance.
- L'innovation, la taille, la rentabilité ou la stabilité du secteur financier ne sont pas des gages suffisants de son efficacité allocative.
- Par rapport à ces objectifs, celui d'un fonctionnement plus concurrentiel du secteur devrait être poursuivi plus activement par les régulateurs.

## 5.2 Gouvernance des entreprises

L'importance relative que portent les citoyens à la productivité, à l'emploi, à l'environnement, à la distribution des revenus, ou au le partage du risque diffère selon les pays. La satisfaction de telles préférences composites est pour chaque État un exercice d'autant plus difficile que les indicateurs qui permettent de les mesurer sont à la fois multiples et embryonnaires. Aussi cet exercice d'optimisation est en général au moins en partie décentralisé, afin qu'y participent les corps intermédiaires, les collectivités territoriales et les entreprises, dans un cadre qui reste cependant défini par l'État. C'est en particulier le cas des différents modes de gouvernance proposés aux entreprises.

La gouvernance des entreprises affecte la productivité et son taux de croissance, mais aussi, d'autres dimensions du bien-être au-delà du PIB, comme la distribution des revenus, le partage du risque économique entre parties prenantes, l'environnement, ou la répartition des activités sur le territoire.

Les préférences sociales concernant ces objectifs se reflètent dans le modèle de gouvernance adopté par un pays, qui a certes des racines historiques et culturelles, mais aussi, du moins dans les démocraties, l'occasion d'être fréquemment reconfirmés par les choix électoraux.

La question se pose de savoir si les modifications souhaitables du système de gouvernance peuvent émerger de manière endogène, grâce à l'interaction d'une demande sociale, éventuellement soutenue par des mouvements activistes, et du souci réputationnel des entreprises, ou si le l'État a sa part à prendre dans ces transformations. Dans le premier cas, il suffit *a priori* d'étendre suffisamment les modes de gouvernance ouverts aux entreprises et de laisser s'opérer entre eux une sélection naturelle qu'on espère vertueuse. Dans le second cas, il faut au contraire contraindre les entreprises à tenir compte d'autres

---

<sup>188</sup> Financial Conduct Authority (2016), *Investment and Corporate Banking Market Study: Final Report*.

objectifs que la maximisation de la profitabilité pour les actionnaires.

La réponse à cette question diffère selon les pays. De longue date, certains de nos partenaires (comme l'Allemagne ou les pays nordiques) ont choisi la seconde approche, en associant de manière obligatoire davantage de parties prenantes à la gestion des entreprises. La France a plutôt adopté la première approche, en étendant la palette des objectifs et des formes de gouvernance que peuvent adopter les entreprises, tout en réglementant fortement l'exercice des activités en aval de la gouvernance pour tenir compte de la demande sociale. Le fort taux de rejet du capitalisme en France indique cependant une désadéquation persistante entre les attentes des citoyens et ce que l'économie délivre, en dépit d'honorables performances macroéconomiques et redistributives.

Ce constat incite à engager une réflexion sur la pertinence de mesures qui contraindraient les entreprises à donner davantage de voix à des parties prenantes autres que les actionnaires. Inévitablement, une telle gouvernance visant à intégrer d'autres objectifs que la profitabilité, elle conduira certaines entreprises à accepter un moindre niveau de productivité. L'enjeu d'une gouvernance bien conçue est donc triple. Il faut d'abord prendre en compte de manière adéquate les nouveaux objectifs en plus de la productivité. Il faut ensuite minimiser la baisse de productivité en niveau découlant à court ou moyen terme de cette prise en compte. Enfin et surtout, il faut éviter que la nouvelle gouvernance ne pèse sur le taux de croissance à long terme de la productivité.

Ce programme est ambitieux, mais on peut espérer qu'une comparaison large et systématique des modèles de gouvernance à l'œuvre dans le monde et de leurs performances, en termes conjoints de productivité, de distribution des revenus primaires, d'environnement, et de satisfaction des citoyens fournisse des indications sur des pistes d'amélioration en France.

En résumé :

- La gouvernance des entreprises a des effets sur le bien-être des citoyens au-delà de la productivité.
- En France, l'ouverture des formes de gouvernance ne s'est pas traduite par une meilleure adhésion des citoyens au capitalisme.
- Des réformes contraignantes de la gouvernance des entreprises peuvent être souhaitables même si elles détériorent la productivité.
- La diversité des modes de gouvernance d'entreprises dans le monde offre une chance d'identifier des réformes qui conviendraient à la France.

### 5.3 Politiques redistributives

En aval de la formation du revenu, la politique redistributive modifie les inégalités et, à ce titre, fait l'objet d'une attention et de débats permanents de la part des citoyens. C'est le cas en particulier au moment de crises qui affectent la distribution des revenus primaires et suscitent une demande de correction des mécanismes redistributifs. Cela fut le cas après la Première Guerre mondiale et les crises sanitaires et politiques qui l'ont suivie, avec l'instauration d'un impôt sur le revenu progressif dans beaucoup de pays. Cela fut à nouveau le cas après la crise de 1929, avec l'invention de l'État-providence et du système social toujours en place.

Bien qu'elle ait renforcé la perception des inégalités économiques, la crise financière de 2008 n'a pas provoqué de changements profonds dans les politiques redistributives. Avec la mise en place ou la généralisation de dispositifs de chômage partiel, la crise de 2020 a, elle, suscité une réponse redistributive forte, mais dont la pérennisation ne peut être envisagée en régime de croisière. Cependant l'alternance politique aux États-Unis a ouvert la possibilité d'une approche multilatérale de la taxation du capital et celle de modifications durables du système redistributif américain, qui pourraient corriger au moins partiellement la montée des inégalités observées pendant ces dernières décennies.

En France, le débat reste plus atone. Cela reflète en partie la difficulté pour un pays de taille intermédiaire à prendre seul la tête d'initiatives multilatérales, en partie une moindre urgence de réduire des inégalités qui n'ont pas tellement augmenté, et en partie la taille du système redistributif existant qui rend difficile toute réforme autre que paramétrique ou marginale. À cela s'ajoute la détérioration des comptes publics, qui limite encore les marges de manœuvre pour réformer.

Pour informer les choix politiques et éviter de cantonner le débat sur les inégalités à une opposition entre populismes et fins de non-recevoir, deux pistes pourraient cependant être défrichées. D'une part, un examen sans exclusive des diverses propositions qui ont été avancées, de leur adéquation aux développements prévisibles du capitalisme, et de leurs conséquences macroéconomiques et sociales permettrait d'identifier non seulement les coûts et les bénéfices des différentes options par rapport au statu quo, mais aussi les unes par rapport aux autres, ce qui est indispensable pour éclairer les choix dans une situation où se manifesterait une forte demande de changement<sup>189</sup>.

D'autre part, compte tenu des difficultés budgétaires à un renforcement permanent de la protection sociale, il conviendrait d'explorer la possibilité d'instruments d'assurance contre de fortes augmentations observables de certaines inégalités. Il s'agirait de s'inspirer des dispositifs d'urgence mis en place pendant la crise du covid, mais en en prévoyant *ex-ante* le financement par un prélèvement *ad hoc* qui serait déclenché en même temps que les prestations d'urgence. Un tel mécanisme contingent de redistribution aurait l'avantage d'offrir *ex-ante* une assurance aux plus vulnérables, sans détérioration de la situation budgétaire et en n'augmentant les prélèvements obligatoires que temporairement et seulement en temps de crise.

En résumé :

- Dans le passé, de grandes crises ont été suivies de grandes réformes des systèmes redistributifs, mais cela n'a pas été le cas après la crise financière.
- La demande de réforme risque d'être accentuée par la crise du covid.
- Une évaluation des propositions serait utile, non seulement par rapport au statu quo, mais aussi les unes par rapport aux autres.
- La contrainte budgétaire devrait conduire à approfondir la piste de mesures redistributives contracycliques.

#### 5.4 Articulation et accompagnement des réformes

Les réformes de la gouvernance des entreprises ou celles du système redistributif, mais aussi celles qui visent à préserver l'environnement, peuvent détériorer la productivité des entreprises dans le pays qui les met en œuvre au profit d'autres objectifs souhaités par sa population. Parce que cela se traduit par une perte de compétitivité, une part disproportionnée de la charge des réformes est reportée sur le secteur exposé, ses actionnaires, ses salariés, et ses autres parties prenantes, tels les territoires où il est particulièrement présent. Alors que les effets positifs de telles réformes sont bien distribués dans la population, la répartition asymétrique de leurs effets négatifs une source d'inégalités si les changements sont mis en œuvre, ou simplement de blocage, ce qui contribue à figer les modèles de capitalisme dans tous les pays.

---

<sup>189</sup> Sans viser l'exhaustivité, on peut mentionner dans les débats récents : la hausse et la rénovation de la fiscalité de l'héritage, la taxation de la richesse, la hausse de la taxation des revenus du capital, la hausse de la taxation des hauts revenus, un revenu universel, une dotation universelle aux jeunes, l'État comme employeur de dernier ressort,...

Trois voies peuvent être envisagées pour relâcher cette contrainte. La première et la plus efficace est celle de la coopération internationale. Sans être éliminés, les problèmes de compétitivité sont nettement atténués si suffisamment de partenaires commerciaux s'engagent simultanément dans les mêmes réformes. Cette voie est envisageable lorsque les pays identifient un objectif commun. Lorsque les pays ont des objectifs différents, en particulier si certains cherchent à rattraper un écart (par exemple, d'implication des travailleurs dans la gestion des entreprises), c'est nettement plus difficile, sauf à être capable de construire un consensus autour de programmes multilatéraux de réformes qui impliquent différentes mesures dans différents pays, dont les effets sur la compétitivité pourraient s'équilibrer.

Une deuxième voie consiste, pour un pays ou une union de pays suffisamment importants, à réformer son capitalisme de manière unilatérale en comptant sur un effet d'entraînement des meilleures pratiques, y compris sur les opinions publiques des autres pays, pour que les nouvelles caractéristiques soient peu à peu adoptées par un plus grand nombre de pays. Dans l'Union européenne, cette approche repose, comme la précédente, sur une convergence suffisante des objectifs des États-membres. En tout état de cause, elle peut conduire à une perte de compétitivité, qu'on espère temporaire (le temps que suffisamment de partenaires commerciaux se rangent à la réforme) et suffisamment compensée par les bénéfices tirées de la réforme pour que celle-ci soit acceptée par le secteur exposé.

Une troisième piste consiste à réformer unilatéralement le fonctionnement du capitalisme au risque de pertes de compétitivité, mais avec des mesures d'accompagnement pour éviter que ce soit seulement le secteur exposé qui en supporte les coûts, afin de limiter le nombre des perdants nets à la réforme. Le mécanisme d'ajustement aux frontières, envisagé par l'union européenne pour accompagner la réduction des émissions de carbone, en est un exemple<sup>190</sup>. Des mécanismes de ce type peuvent être conçus pour se conformer aux règles de l'OMC, mais ils ont l'inconvénient d'ouvrir la possibilité de surenchères et ne peuvent donc être envisagés que pour accompagner des politiques pour lesquelles il existe un consensus multilatéral suffisant.

En pratique, les mesures qui permettent de réduire les effets négatifs sur la compétitivité d'une réforme du capitalisme ne peuvent être efficaces que si assez de pays souhaitent réformer dans la même direction. Dès lors qu'elle poursuit d'autres objectifs que la profitabilité, une réforme unilatérale, même si c'est pour se rapprocher des pratiques d'autres pays, ira toujours dans le sens d'une baisse de compétitivité.

Ce paradoxe apparent contribue à figer les différences entre capitalismes nationaux, y compris des différences inefficaces au sens large d'un bien-être qui dépasse le PIB. Pour surmonter cette « trappe à profitabilité », il faut examiner la pertinence, c'est-à-dire la faisabilité et le coût, de chacune des trois voies précédentes pour accompagner différentes réformes du capitalisme. Il faudrait sans doute aussi élargir le champ des dispositifs redistributifs purement nationaux à examiner pour accompagner les effets à long terme, positifs et négatifs, des réformes du capitalisme et élargir ainsi le champ de celles qui sont possibles<sup>191</sup>.

---

<sup>190</sup> En faisant supporter aux importations en provenance des pays peu exigeants en matière d'émission un coût du même ordre que le surcoût imposé aux productions européennes par la politique climatique, ce mécanisme protégerait les parts du marché intérieur des producteurs européens de biens échangeables. Comme cela impliquerait malgré tout une perte de compétitivité sur les marchés extérieurs et une baisse des termes de l'échange, le coût de la politique environnementale se répartirait sur l'ensemble des produits, échangeables et non échangeables, qu'ils soient ou non affectés directement par les mesures climatiques.

<sup>191</sup> Par exemple, les réductions réglementaires du temps de travail (cinquième semaine de congés payés ou 35 heures) auraient pu être mieux accompagnées par des politiques en faveur des territoires industriels les plus touchés par des pertes de compétitivité.

En résumé :

- Une réforme souhaitable du fonctionnement du capitalisme dans un pays se traduit en général par une perte de compétitivité qui pèse de manière disproportionnée sur le secteur exposé.
- Cet effet peut être limité par une approche multilatérale, des effets d'entraînement sur d'autres pays, ou des mécanismes de protection aux frontières.
- Des mesures nationales d'accompagnement sont souvent nécessaires pour que les bénéfices d'une réforme du capitalisme soient bien répartis.
- La qualité du dialogue social participe à la fois à la compétitivité et à la capacité à partager équitablement les efforts pour atteindre des objectifs autres que le PIB.

## Annexe 1 : Le capitalisme à travers le monde

Sont couverts dans cette annexe les pays suivants :

- Allemagne
- Canada
- Chine
- États-Unis
- Italie
- Royaume-Uni
- Singapour
- Suède
- Suisse

# 1. Allemagne

## 1.1 Conditions cadres : le capitalisme allemand repose sur « l'économie sociale de marché »

Après 1945, le capitalisme allemand se construit sur les principes de l'ordolibéralisme (en réaction à la période nazie) et de « l'économie sociale de marché » popularisée par Ludwig Erhard. L'État défend la plus grande liberté économique et politique mais dans le cadre de règles strictes (liberté des prix, concurrence, indépendance de la banque centrale, libre-échange, responsabilité des acteurs).

Le capitalisme allemand est marqué par la part de l'industrie (23 % du PIB) et le Mittelstand, un écosystème reposant sur de nombreuses PME-ETI industrielles, très spécialisées, bien implantées localement, fortement tournées vers l'export (taux d'exportation de l'industrie de près de 50 %), souvent détenues par le fondateur ou sa famille, voire par une fondation. Elles entretiennent des liens étroits entre elles via le réseau des CCI et les fédérations professionnelles. L'Allemagne concentrerait ainsi environ la moitié des « Hidden Champions » mondiaux (entreprises leader mondial dans un secteur donné avec un CA inférieur à 5 Mds €). Ces entreprises sont très innovantes (les dépenses de R&D en 2018 atteignent 3 % du PIB, à 70 % sur financement privé), mais l'appétence au risque est faible et les entreprises se concentrent sur une innovation incrémentale. L'autofinancement et le financement bancaire sont privilégiés par rapport au capital investissement.

La forte ouverture sur l'extérieur de l'économie allemande se traduit par la réception d'importants capitaux étrangers (8<sup>ème</sup> stock mondial d'IDE, 2<sup>nd</sup> en Europe après le Royaume Uni). L'État et les Länder développent une politique d'attractivité avec des agences dédiées, sans en faire un enjeu politique majeur. L'État a néanmoins récemment renforcé son contrôle des investissements directs étrangers. D'un point de vue macroéconomique, l'état des lieux de l'allocation du capital en Allemagne fait débat : État, ménages et entreprises sont tous épargnants nets depuis plusieurs années, expliquant en partie l'excédent courant important. La forte préférence des ménages pour l'épargne peut s'expliquer, entre autres, par la démographie, tandis que le gouvernement fédéral entretient depuis la crise financière de 2008 une rigueur budgétaire dont les modalités strictes sont inscrites dans la constitution. Le ralentissement conjoncturel depuis 2018 et les défis structurels (écologie, numérique, démographie, déficit d'investissement) ont renforcé le débat sur cette situation.

## 1.2 La présence de l'État et des Länder dans la gestion des entreprises est réelle mais n'est ni revendiquée ni systématisée

L'état fédéral est directement au capital de 109 entreprises de droit privé (indirectement au capital de 553 entreprises de plus de 50 k€ de capital). Les grandes participations sont proches des secteurs d'action de l'État français et sont gérées par les différents ministères compétents : anciens monopoles nationaux en cours de privatisation (Deutsche Telekom –32 %, Deutsche Post –20 %, Deutsche Bahn –100 %), infrastructures de transport ou autres (dont les sites de salons professionnels), institutions publiques de développement économique. Depuis peu, l'État cherche à dynamiser le marché du capital risque via KfW. La différence majeure se situe dans le très faible taux de participations dans le secteur de l'industrie (y compris défense). Les Länder disposent également de participations, principalement pour les mêmes raisons, mais certains Länder disposent cependant de participations industrielles importantes comme la Basse Saxe avec 20 % dans VW (automobile) et 26 % dans Salzgitter AG (acier). Le débat autour de la stratégie industrielle en 2019 montre cependant que les participations publiques restent un tabou pour les milieux économiques, de même que l'idée de « champions nationaux ».

### 1.3 Le modèle d'économie sociale de marché donne un rôle crucial aux partenaires sociaux

Les partenaires sociaux jouent un rôle crucial dans la fixation du salaire (autonomie des partenaires sociaux garantie par la constitution), de la gestion des organismes sociaux (« autonomie de gestion ») ou encore de cogestion par la présence de représentants des salariés dans les conseils d'entreprises (« Betriebsrat ») et de surveillance. Ce modèle s'est néanmoins affaibli suite aux difficultés liées à la Réunification, le développement des services (peu couverts par les accords collectifs) et plus récemment l'émergence de plateformes. Alors que les conventions collectives couvraient la quasi-totalité des salariés au début des années 1990, aujourd'hui ce ne sont plus que la moitié. Cette moindre couverture conventionnelle se traduit par des inégalités salariales entre les salariés couverts et non couverts : à la différence de la France, l'extension par l'État d'accord collectifs est très rare en Allemagne. Les femmes restent sous-représentées malgré des initiatives récentes : les grands groupes comptent moins de 9 % de femmes dans leurs comités exécutifs, et les PME/ETI à peine 10 % de dirigeantes.

### 1.4 Importance de la taxation du capital et de ses revenus

L'organisation administrative fédérale attribue la compétence fiscale aux Länder. Seules la conception et la préparation de la législation fiscale est fédérale (Bundesministerium der Finanzen). Le taux de dépenses publiques est de 43,9 % du PIB en 2018 (56 % pour la France et 46,8 % pour la zone euro) et le taux de prélèvement obligatoire de 40,5 % en 2017 (48,4 % en France et 40,4 % en zone euro).

L'impôt sur les sociétés (IS) (« Körperschaftssteuer » et « Gewerbeertragssteuer ») a un taux de 15 % +15 % en moyenne nationale (taux effectif inférieur toutefois). L'impôt sur le revenu (« Einkommenssteuer ») est progressif avec taux marginal maximal de 45 %. La part des impôts sur la production et les importations (TVA, accises, droits de douane, droits de timbre, taxe antipollution, etc.) est de 10,8 % du PIB (moyenne zone euro de 13,3 %). Le taux de contributions sociales nettes sur le PIB est de 17,1 %, (moyenne zone euro 15,2 %)<sup>192</sup>. Il n'y a pas d'impôt sur le patrimoine mais le débat revient régulièrement. Le patronat allemand estime que la fiscalité contribue à diminuer l'attractivité du pays et la compétitivité de l'économie, alimentant un débat pour une baisse de l'IS et un plafonnement du taux de cotisation sociale en pourcentage du salaire brut.

### 1.5 Il n'y a pas en Allemagne de remise en cause forte du capitalisme allemand mais des demandes d'ajustement

Au niveau social, l'augmentation des inégalités de revenu et le développement des formes de travail précaire qui ont accompagné les réformes de flexibilisation du marché du travail de l'Agenda 2010 ont conduit dans la période récente à une intervention accrue des pouvoirs publics (introduction du salaire minimum en 2015, retraite de base). Un débat existe au sein du parti social-démocrate (SPD) pour aller vers un « nouvel État social ».

Au niveau économique, l'âge de nombreux patrons du Mittelstand (52 ans en moyenne) et les difficultés de transmission des entreprises remettent en cause la stabilité d'un capitalisme souvent familial. L'attitude vis-à-vis du libre-échange change également partiellement : réticences de l'opinion publique en 2015 vis-à-vis des négociations avec le Canada et les États-Unis, attitude plus défensive du gouvernement et du patronat vis-à-vis de la Chine. Le Ministre fédéral de l'Économie a ainsi proposé en 2019, non sans d'importants débats, une stratégie industrielle nationale. Enfin, les enjeux liés au réchauffement climatique (sortie du charbon, introduction d'un prix du carbone, mobilité décarbonée) suscitent des attentes de la population (poussée du parti Vert) mais aussi d'importants débats sur la soutenabilité sociale (crainte d'une montée du populisme, notamment à l'Est) et économique (crainte pour la compétitivité des entreprises).

---

<sup>192</sup> Source : [Eurostat](#).

Les questions comme la réforme récente du code de gouvernance des entreprises cotées (*Kodex*) ou la responsabilité sociale et environnementale (RSE) des entreprises restent peu débattues. L'Allemagne en la matière ne va pas au-delà des textes européens mais un projet de loi pourrait intervenir bientôt sur la vigilance des entreprises sur leurs chaînes de sous-traitance. Cela s'explique probablement par la prégnance du modèle paternaliste du *Mittelstand* et par la cogestion.

## 2. Canada

### 2.1 Une forte attention portée à l'attractivité du territoire, mais de fortes barrières interprovinciales

Eu égard à sa pyramide des âges et au faible taux de fertilité, le Canada va devoir faire face à d'importants enjeux démographiques au cours des prochaines décennies. L'immigration constituera indéniablement un moteur essentiel pour le renouvellement de la population en âge de travailler. Dans ce contexte, le Canada porte une attention particulière à l'attractivité de son territoire. Le Canada cherche à attirer les talents (procédures de visas accélérés, « *fast track* »). Les agences fédérales, provinciales ou municipales en charge de l'attractivité (par exemple *Investir au Canada*, *Investissement Québec* ou *Montréal International*) vantent la qualité de vie, de l'éducation, mettent l'accent sur l'innovation et ont des moyens très importants.

*A contrario*, le Canada est très protectionniste dans certains secteurs, en matière agricole notamment (système de gestion de l'offre pour les produits laitiers en particulier). De plus, le Canada souffre de fortes barrières au commerce et à la mobilité interprovinciale (régulations sectorielles propres à chaque province, reconnaissance des qualifications), dans un contexte où les provinces ont des pouvoirs très importants et sont très protectionnistes pour certaines d'entre elles (Québec au premier chef).

### 2.2 L'État assez présent, compte tenu de l'importance occupée par les sociétés de la Couronne (crown corporations)

Les gouvernement fédéral et provinciaux occupent une place relativement importante dans le paysage des entreprises canadiennes compte tenu de l'omniprésence des sociétés de la couronne dans certains secteurs : au niveau fédéral : Banque de Développement du Canada, Exportation Développement Canada, Postes Canada ; au niveau provincial, forte présence des gouvernements dans les secteurs de l'énergie (HydroQuébec, BC Hydro, etc), des transports (Métrolinx en Ontario), de la distribution d'alcool (Société des alcools du Québec, Liquor Control Board of Ontario)... Toutefois, ces sociétés ont une forte indépendance en termes de gestion. C'est particulièrement vrai pour les principaux fonds de pension canadiens – acteurs essentiels du financement de l'économie dans un pays avec un système de retraite par capitalisation – qui, bien que publics, sont gérés comme des sociétés privées et jouissent d'une forte indépendance vis-à-vis de toute ingérence politique.

### 2.3 Un système qui donne un poids important aux syndicats à l'échelle de l'entreprise

Le Canada fonctionne sur un système de syndicat unique au sein de l'entreprise. L'absence de division syndicale confère donc un pouvoir important au syndicat en place, qui bénéficie d'une situation de monopole au sein de l'entreprise. À l'inverse, la solidarité entre syndicats est assez faible et l'action politique des syndicats est extrêmement limitée. Cela se traduit par le fait que les grèves sont généralement circonscrites à l'échelle d'une seule entreprise et les grèves de plus grande ampleur sont extrêmement rares au Canada.

Les fonds de pension ont aussi un rôle important sur le long terme puisqu'ils gèrent une part importante de l'épargne des ménages, largement investie dans les entreprises : ces acteurs s'engagent dans la définition des stratégies des entreprises dans lesquelles ils investissent, en surveillant toutes les dimensions ESG, sans qu'il y ait une méthodologie régulée par l'État. Les banques mutualistes sont aussi présentes, avec un poids relativement faible comparé aux banques capitalistes, sauf au Québec avec la Caisse Desjardins.

## 2.4 Des différences importantes entre provinces en termes de fiscalité et de redistribution

Les systèmes socio-fiscaux diffèrent grandement d'une province canadienne à l'autre. La redistributivité est par exemple beaucoup plus importante au Québec qu'en Ontario et a fortiori en Alberta (province sans taxe provinciale sur la consommation). Globalement, les inégalités avant impôts sont relativement faibles au Canada mais du fait d'une redistribution moins efficace, le Canada se positionne au-dessus de la moyenne de l'OCDE en termes d'inégalités après redistribution. S'agissant spécifiquement de l'imposition des sociétés, le Canada a perdu l'avantage fiscal dont il bénéficiait vis-à-vis des États-Unis depuis la réforme fiscale de l'administration Trump. Le Canada a réagi en mettant en place un dispositif d'amortissement accéléré. Enfin, il n'existe aucun impôt sur les successions au Canada : un impôt sur le revenu est toutefois calculé sur la base des plus-values latentes du défunt au moment de son décès.

### Comparaison des taux marginaux maximaux pour les 4 principales provinces (taux combinant le taux fédéral et le taux provincial)

	Québec	Ontario	Colombie Britannique	Alberta
Impôt sur les sociétés	26,6 %	26,5 %	27 %	26 %
Impôt sur le revenu	53,31 %	53,53 %	49,8 %	48 %
Dividendes	46,25 %	47,4 %	44,63 %	42,3 %
Plus-value	26,65 %	26,76 %	24,90 %	24 %
Taxe provinciale sur la consommation	9,975 %	8,00 %	7,00 %	0 %

## 2.5 Un pays relativement épargné par la montée des populismes

Plusieurs raisons peuvent sans doute expliquer que le Canada semble jusqu'à présent relativement épargné par le populisme : la résilience de son économie, sa politique d'immigration choisie, l'éclatement de son système politique (entre les niveaux fédéral, provincial et municipal) et le protectionnisme provincial, le fait que les élites sont sans doute moins visibles et identifiables au Canada que dans d'autres pays. La version canadienne du populisme pourrait résider dans la défiance qu'on peut observer vis-à-vis de l'échelon fédéral. Cela se traduit notamment par une forte opposition de certaines provinces (Alberta, Ontario...) à l'égard des politiques fédérales de lutte contre le changement climatique et pour la protection de l'environnement (imposition d'une taxe carbone à l'ensemble des provinces, loi sur la consultation du public et des communautés autochtones pour les projets d'infrastructures). Au cours de la dernière élection fédérale, le seul parti politique que l'on pourrait qualifier de « populiste », le Parti populaire du Canada, avec une approche fondée sur une dérégulation totale, n'a obtenu aucun siège à la Chambre des Communes.

## 3 Chine

*Quarante ans de croissance très soutenue et la grande crise financière de 2008 ont convaincu les autorités chinoises de la supériorité de leur modèle « d'économie socialiste de marché aux caractéristiques chinoises ». Ce modèle – fondé sur un PCC prépondérant et exploitant les forces du marché afin de générer emplois et stabilité sociale – a connu des succès incontestables et fait dorénavant l'objet d'une promotion à l'international. L'essoufflement des moteurs traditionnels de la croissance a néanmoins conduit les autorités à réviser les paramètres de ce modèle. Dans un système où les autorités ont en pratique les moyens d'influencer directement ou indirectement l'ensemble du tissu économique, les questions qui se posent sont celles du degré de sophistication et des modalités du contrôle du PCC.*

### 3.1 Investissement, urbanisation et répression financière au cœur du rattrapage chinois

Faiblement urbanisée et industrialisée, la Chine disposait au début des années 1980 d'un important gisement de main-d'œuvre et de productivité. À l'instar du Japon et de la Corée, elle a su mettre à profit ces atouts, une ouverture à géométrie variable et la mondialisation pour faire émerger une industrie locale, devenir l'atelier du monde et générer une croissance très forte tirée initialement par les exportations. À partir des années 2000 et surtout de la crise de 2008, ce sont les investissements dans les infrastructures qui ont alimenté la croissance dans le cadre de montages financiers complexes dans lesquels les gains liés à la valorisation du foncier permettant de financer les travaux d'aménagement.

Les autorités ont mis en place un système de répression financière permettant aux grandes banques publiques de disposer de très importantes ressources pour financer des investissements en infrastructures. Dans un système où le compte de capital est ouvert de façon asymétrique et où les filets sociaux ont longtemps été minimaux, une épargne massive est ainsi mise au service des objectifs des autorités. Ces ressources sont en outre complétées par des excédents courants très importants.

Les 40 dernières ont vu 800 millions de personnes sortir de la pauvreté absolue et le revenu par habitant en parité de pouvoir d'achat être multiplié par 25. La Chine, deuxième économie mondiale, est désormais la patrie de 109 entreprises du Fortune 500 en 2019 et une puissance d'innovation notamment dans le domaine de l'IA.

### 3.2 Un modèle économique qui mute alors que la croissance ralentit

Explosion des inégalités sociales, dégradation à grande échelle de l'environnement, surconsommation des matières premières, surcapacités sont les sous-produits du modèle de croissance chinois particulièrement intensif en ressources. La rentabilité socio-économique des investissements réalisés diminue progressivement et pourrait même être négative dans de nombreux cas, gonflant ainsi artificiellement la croissance.

Représentant plus de 260 % du PIB, le niveau d'endettement total de l'économie est préoccupant. Au-delà de son niveau, ce sont ses caractéristiques – endettement des ménages et des entreprises ; importance du *shadow-banking* ; opacité – qui en font une menace pour l'avenir. Les faibles capacités d'évaluation des risques par les acteurs chinois génèrent en outre une mauvaise allocation du capital pénalisant le secteur productif au profit notamment des grandes entreprises publiques.

Les autorités sont conscientes de la nécessité d'ajuster leur modèle alors que la population vieillit et que la compétitivité prix diminue. Elles misent sur le développement de la consommation et sur l'innovation industrielle. Elles ont entrepris – avec un succès mitigé à ce stade – d'assainir le secteur financier et de favoriser le secteur productif. Elles procèdent à une nouvelle phase d'ouverture visant à attirer les investissements étrangers sans renoncer à maîtriser les flux de capitaux (sortants en particulier).

### 3.3 Une conception technocratique de l'économie de marché

La fixation du prix des matières premières et des principaux intrants industriels, l'approbation des grands projets et la coordination inter et intra secteurs entre les entreprises « bien connectées » restent des prérogatives des autorités. Elles continuent de publier des plans industriels même si ces derniers fournissent davantage un cadrage que des objectifs contraignants et que des entreprises y apportent leur contribution.

Les autorités ont théorisé l'utilisation des outils de marché en général et de la concurrence en particulier. Elles organisent, dans les domaines stratégiques, une forme de compétition sino-chinoise isolée de la concurrence internationale qui est couronnée par la désignation de « champions nationaux », ayant dans un second temps vocation à se projeter à l'international. Les responsables locaux sont mis en concurrence. Des expérimentations économiques ont longtemps été promues au niveau local. Des fonds d'investissements sont régulièrement établis pour mettre en œuvre les priorités industrielles des autorités de façon décentralisée et, en théorie, avec une discipline de marché. Les autorités gardent néanmoins un fort degré de contrôle direct et indirect sur ces initiatives qui tendent d'ailleurs à disparaître progressivement depuis l'arrivée au pouvoir de Xi Jinping en 2012

Le cadre juridique chinois n'est pas mis en œuvre de façon systématique et uniforme. Le concept occidental de « *rule of law* » s'efface devant le « *rule by law* » chinois : de nombreuses zones délibérément grises offrent aux acteurs économiques des opportunités pour innover et entreprendre ; ces tolérances peuvent néanmoins disparaître soudainement et sans recours possible. Dans certains domaines stratégiques, la réglementation est volontairement minimaliste dans un premier temps puis co-construite avec les champions désignés. Le système de crédit social applicable aux entreprises a pour objectif de renforcer la conformité. Il permet de peser sur les comportements de toutes les entreprises – publiques, privées, chinoises ou étrangères.

### 3.4 Le PCC fermement aux commandes de l'économie mais pragmatique

Issues, pour certaines, des anciens ministères, les entreprises publiques chinoises ont vocation à dominer les secteurs stratégiques, à mettre en œuvre les politiques industrielles des autorités et à jouer un rôle de stabilisateur social. Elles sont massivement endettées et peu rentables mais n'en monopolisent pas moins l'essentiel des crédits bancaires. Les autorités centrales contrôlent directement les plus grandes SOE via la SASAC, administration jouant un rôle d'actionnaire contrôlant et actif y compris pour générer des synergies entre SOE. Dans le secteur financier, elles contrôlent également directement les quatre principales banques commerciales via une entité publique unique, Central Huijin, et indirectement la plupart des autres banques via les gouvernements locaux. Face aux difficultés économiques et financières rencontrées par les SOE, les autorités ont choisi d'encourager des mouvements de consolidation, de transférer aux ménages les risques financiers et de promouvoir au sein des SOE des profils de technocrates loyaux.

La charte du PCC impose la création d'une cellule du Parti dans chaque entreprise de plus de trois salariés. Ces cellules qui jouaient auparavant principalement un rôle RH exercent de plus en plus un rôle stratégique y compris dans les JV avec des entreprises étrangères. Lorsque les objectifs poursuivis par le management d'une entreprise et ceux poursuivis par le PCC sont alignés – amélioration de l'efficacité, lutte contre la corruption, promotion de l'innovation – ces cellules peuvent en pratique être des relais utiles auprès des salariés. En cas de conflit d'objectifs, la prévalence du PCC sur le management est quasi certaine, en particulier dans les entreprises chinoises dont les dirigeants sont à titre personnel de plus en plus souvent amenés à jouer un rôle au sein du PCC.

La distinction entre secteur privé et secteur public, qui a un sens au point de vue macroéconomique, tend à s'estomper au niveau microéconomique. L'intégration verticale et horizontale des entreprises chinoises autour de champions nationaux touche toutes les entreprises. Cette intégration se traduit concrètement par des participations croisées, des échanges de personnels, une stratégie commune voire une collectivisation

des liquidités. Un nombre croissant de cadre-dirigeants des entreprises chinoises sont membres du PCC ou font l'objet d'un lobbying actif du Front-Uni pour les rallier aux priorités du PCC. Depuis 2014, les autorités centrales et locales ont créé de nombreux fonds que l'on retrouve au capital des principales entreprises chinoises des secteurs stratégiques notamment ceux des semi-conducteurs, de l'internet et des télécommunications. Le crédit social appliqué indifféremment à toutes les entreprises donnera des moyens supplémentaires aux autorités pour superviser l'ensemble des acteurs du marché.

### 3.5 Une faible taxation du capital

Les prélèvements sont constitués en grande partie de taxes indirectes, ce qui, avec une imposition très faible des revenus (en particulier du capital) et des contributions sociales à taux fixe, contribue à rendre le système régressif. L'impôt sur les sociétés (à 25 % mais qui peut être ramené à 15 % pour les entreprises des secteurs stratégiques/encouragés par le gouvernement et à 5 % pour les entreprises dont le revenu imposable est inférieur à 1M RMB) et la TVA (qui varie entre 6 % et 13 % en fonction des secteurs) représente 50 % des recettes fiscales. Les revenus du capital sont particulièrement peu imposés, de 10 % sur la location et les prêts, et 20 % sur les gains et les intérêts, et de 20 % pour les dividendes (mais qui varient entre 5 % et 20 % en fonction de la période de détention pour les entreprises cotées sur les bourses chinoises). Il n'y pas d'imposition sur les successions. L'impôt sur les personnes physiques (de 3 % à 45 %) ne représente que 5 % des recettes, contre 25 % en moyenne dans les pays de l'OCDE. Si toutefois le taux marginal d'imposition sur le revenu est de 45 % contre 36 % en moyenne pour l'OCDE et de 32 % pour les pays de l'ASEAN, il ne s'applique qu'aux personnes gagnant plus de 960 000 RMB par an soit 35 fois le salaire moyen et 17 fois le salaire moyen urbain, alors qu'en moyenne dans l'OCDE le taux marginal d'imposition est appliqué aux personnes gagnant 4 fois le salaire moyen. Le système de prélèvements obligatoires, composé de 18 impôts et taxes, est très peu progressif – voire régressif lorsque les travailleurs urbains ne sont pas pris en compte. La principale cause étant un montant fixe de contribution pour la sécurité sociale. Le produit de la contribution à la sécurité sociale est de 6,5 % du PIB, contre 9 % en moyenne pour les autres pays de l'OCDE. Toutefois, pour la plupart des ménages, cette contribution constitue plus de 90 % de leurs prélèvements obligatoires. En outre, l'accès aux services sociaux varie fortement en fonction du permis de résidence de l'individu (système du Hukou), ce qui renforce les inégalités territoriales et limite le caractère distributif des politiques publiques. Par ailleurs, l'assurance chômage est faible et couvre moins de 45 % de la population, pourcentage stagnant depuis la fin des années 1980.

La redistribution fiscale directe touche très peu de personne en Chine. Symptomatique de ce phénomène, l'indemnité forfaitaire minimale (*Dibao*) ne touche que 28 % de la population à faible revenu et apparaît très faible : en moyenne à 1050 RMB par mois en ville et 800 RMB à la campagne. Après transfert, le taux de pauvreté ne diminue en moyenne que de 1,9 pt dans les provinces rurales et de 1,3 pt dans les zones urbaines. Ainsi, le système de prélèvements obligatoires ne réduit que très peu la pauvreté et n'affecte pas le niveau d'inégalité (la diminution entre le Gini brut et Gini après prélèvements et prestations sociales est faible, contre une diminution en moyenne de 30 % dans l'OCDE), aujourd'hui à des niveaux très élevés.

### 3.6 Vu de Pékin, l'avenir du capitalisme est chinois

L'« économie socialiste de marché aux caractéristiques chinoises » est officiellement vantée par les autorités chinoises qui ne craignent plus d'en faire la promotion au niveau international. La crise financière de 2008-2009 a été perçue en Chine comme révélatrice de la faillite du capitalisme financier occidental. À l'inverse, la très forte croissance chinoise depuis 40 ans et surtout au cours de la dernière décennie suite au plan de relance massif mis en œuvre pour pallier à la forte contraction de la demande mondiale au moment de la crise a convaincu les autorités chinoises du bien-fondé de leur modèle économique où les forces du marché jouent un rôle ancillaire et le PCC un rôle stratégique. Ce modèle fait aujourd'hui l'objet d'une promotion à l'international par les autorités chinoises dans le cadre de l'initiative des Nouvelles routes de la Soie (BRI). Ces dernières entendent en outre faire du droit au développement économique une alternative à la conception occidentale des droits de l'Homme. Du fait de sa très forte politisation et de la nature autoritaire du régime chinois, le débat sur le concept d'économie socialiste de marché est de fait

inexistant au moins en ce qui concerne la nécessaire prédominance du PCC.

L'appréciation portée en Chine même sur le modèle économique n'est cependant pas univoque. Plusieurs chercheurs reconnus – notamment le Professeur SHENG Hong de l'Université de Pékin – développe la thèse que les prouesses économiques des 40 dernières n'ont pas été réalisées grâce au contrôle exercé par les autorités chinoises mais en dépit de celui-ci. Il est communément admis que ce débat fait aujourd'hui rage au sein même des autorités chinoises. Le consensus au sein des économistes étrangers mais également chinois est qu'une nouvelle vague de libéralisation est indispensable pour éviter le piège interne de la dette et externe de la confrontation avec les États-Unis. À l'inverse, les conservateurs et les bénéficiaires du système actuel – responsables publics locaux, patrons de SOE – rechignent à abandonner un système qui a servi leurs intérêts et qui a démontré sa capacité à assurer la stabilité sociale. Les signaux donnés par les autorités sont aujourd'hui contradictoires – soutien aux PME et mise en place de champions nationaux par exemple – témoignant de l'absence d'arbitrage sur ce débat au sein du Comité permanent du bureau politique du PCC.

Les défis économiques auxquels font face les autorités chinoises sont très importants. Il en est de même des ressources à leur disposition et de leur capacité de contrôle. Obnubilées par la survie du régime et l'exemple de l'Union soviétique, convaincues de la supériorité de leur modèle – pour la Chine, voire pour l'ensemble des pays en développement – les autorités chinoises sont intransigeantes sur la prépondérance du PCC mais pragmatiques quant aux façons d'assurer la stabilité sociale. Ceci conduit à un système où les similitudes avec les économies de marché ne doivent pas faire oublier que, contrairement à ce qui se passe dans ces dernières, en Chine la distinction entre « public » et « privé » a peu de sens et pourrait en avoir de moins en moins au fur et à mesure de la sophistication des moyens dont disposent les autorités. Ces similitudes ne doivent pas faire oublier non plus que certains des maux dont souffre la Chine sont directement liés aux spécificités de son modèle. Les autorités ont récemment durci et sophistiqué leur contrôle sur l'économie. La multiplication des crises actuelles – peste porcine africaine, coronavirus, manifestations à Hong Kong, élections à Taiwan – n'est sans doute pas sans lien avec cette tendance. Ces événements pourraient paradoxalement conduire les autorités à redoubler leurs efforts de contrôle.

## 4 États-Unis

Alors que les États-Unis connaissent un cycle d'expansion d'une longévité inédite (10 ans sans contraction du PIB) et que les entreprises américaines dominent plusieurs marchés internationaux (finance, Tech, loisirs, etc.), le système capitaliste est la cible d'un mouvement de contestation qui n'a pas d'équivalent dans l'histoire récente du pays. Si ce mouvement trouve son origine dans le creusement des inégalités observé depuis trente ans, il s'enrichit également de nouveaux griefs sur les conséquences négatives, de nature environnementale ou technologique, que le système capitaliste produirait et qui menaceraient jusqu'aux fondements de la démocratie américaine.

### 4.1 Les inégalités sociales, générationnelles et territoriales se creusent aux États-Unis

Fin 2018, la richesse moyenne des Américains du premier décile était 13 fois supérieure à celle de la classe moyenne, alors que ce rapport était de 1 à 7 en 1989. Sur cette période, pendant que le PIB par habitant croissait de 80 %, le salaire médian de la classe moyenne augmentait de 7 % seulement en termes réels et baissait même au sein de la population masculine. Le mythe de la mobilité intergénérationnelle est également en souffrance : seuls 50 % des Américains nés dans les années 1980 gagnent mieux leur vie que leurs parents, contre 90 % pour ceux nés dans les années 1940. L'espérance de vie est, du reste, en baisse depuis 2014, surtout dans les territoires isolés et du *Midwest* qui sont particulièrement exposés à la crise des opioïdes (60 000 morts par overdose dans le pays en 2016). Les inégalités fondées sur l'origine ethnique et sur le genre, si elles se résorbent lentement, demeurent importantes : le taux de pauvreté des Afro-Américains est de 22 % contre 9 % pour les Blancs (hors Hispaniques) tandis que le salaire moyen des femmes représente aujourd'hui à peine 80 % de celui des hommes. Enfin, une concentration géographique de l'activité économique est à l'œuvre : cinq États totalisent la moitié des créations d'emplois depuis 2009, alors qu'ils ne représentent que le tiers de la population active.

### 4.2 Les politiques menées depuis les années 1980 ont accentué les inégalités de richesse

Le caractère progressif du système fiscal américain, très marqué au sortir de la Seconde Guerre mondiale (la tranche supérieure de l'impôt sur le revenu était de 70 % en 1950), a peu à peu disparu jusqu'à s'inverser sous l'effet des baisses d'impôts massives impulsées par les administrations Reagan (1981, 1986), W. Bush (2001 et 2003) et Trump (2017), au bénéfice des entreprises, des revenus du capital et des ménages les plus aisés. Les réformes menées dans l'intervalle par les administrations Clinton et Obama, par exemple celles à visée redistributive comme l'extension du crédit d'impôt pour les bas revenus (*earned income tax credit*) en 1993 et en 2009, n'ont pas suffi à endiguer le creusement des inégalités. Les sondages indiquent qu'une majorité d'Américains, y compris parmi les électeurs républicains, soutiennent aujourd'hui l'idée d'une hausse des impôts sur les ménages les plus fortunés et d'un impôt sur la fortune, tel que le proposent plusieurs candidats à la primaire démocrate<sup>193</sup>.

### 4.3 La critique sociale traditionnelle du capitalisme s'étend désormais à de nouveaux griefs

Le débat sur l'injustice sociale aux États-Unis n'est pas exclusif d'autres motifs de contestation, en plein essor et au pouvoir mobilisateur très fort<sup>194</sup>. Les enjeux environnementaux prennent ainsi une place croissante dans la dénonciation des externalités produites par le système capitaliste, galvanisée par la dérégulation menée sous l'administration Trump. De nombreux partisans d'un *Green New Deal* se réfèrent par exemple à la politique de l'administration Roosevelt des années 1930 et à la théorie monétaire moderne pour défendre une intervention plus forte des pouvoirs publics en ce domaine. De même, la révolution numérique, vitrine du capitalisme américain depuis le début du 21<sup>ème</sup> siècle, est devenue la cible d'une double critique, qui transcende aujourd'hui les clivages partisans. D'une part, le modèle économique des *Big Tech*, fondé sur l'exploitation des données personnelles des clients-utilisateurs à des fins commerciales (le « capitalisme de surveillance »), constituerait une menace pour la vie privée des citoyens et pour le

<sup>193</sup> D'après un sondage de juin 2017, cité par Ben Bernanke, 57 % des Américains jugent que leur pays va dans la mauvaise direction.

<sup>194</sup> À l'inverse, la critique sociale du capitalisme se heurte encore à la connotation péjorative du terme « socialisme » dans la culture américaine.

fonctionnement de la démocratie. D'autre part, les entreprises de l'innovation, du fait de la puissance économique et politique qu'elles ont accumulée, seraient elles-mêmes devenues un danger pour la libre-concurrence (*anti-trust*).

#### 4.4 L'inertie de l'État fédéral face à cette crise a encouragé de nouveaux acteurs à intervenir

##### 4.4.1 La société civile

La critique contemporaine du capitalisme a pour corollaire une critique des pouvoirs publics, soupçonnés d'être favorables au *statu quo*<sup>195</sup>. L'incapacité de l'État fédéral à réduire les inégalités entre Américains est d'ailleurs un grief antérieur à l'arrivée au pouvoir de D. Trump (*cf.* les mouvements *Occupy Wall Street* (2011), *Fight for \$15* sur le salaire minimum (2012) et *Black Lives Matter* (2013) durant la présidence Obama). De plus, l'exécutif et le Congrès sont communément accusés d'entretenir la dérive ploutocratique de la société américaine, comme le montreraient leurs réticences à réformer le financement des partis politiques ou les avantages fiscaux généreux consentis au mécénat des plus fortunés. Cette perte de légitimité des pouvoirs publics s'accompagne de l'éclosion d'initiatives privées appelant à refonder le capitalisme.

##### 4.4.2 Les collectivités

Dans le contexte actuel de dérégulation du capitalisme américain, certains États défient le pouvoir fédéral en lui opposant un contre-modèle local, par exemple en matière de régulation du secteur technologique (la Californie) ou sociale (l'Illinois et l'Oregon ont créé pour les travailleurs précaires des dispositifs d'épargne-retraite collective gérés publiquement). En l'absence de revalorisation du salaire minimum fédéral depuis 2009 (7,25 USD de l'heure), de nombreux États, comtés et villes ont introduit un salaire minimum horaire supérieur à celui du niveau fédéral. Cependant, les larges prérogatives économiques que détiennent les collectivités peuvent aussi les mener au moins-disant social. Certaines, pour valoriser leur attractivité économique, disposent ainsi d'une législation hostile au droit syndical<sup>196</sup>. De plus, les collectivités peuvent se livrer une concurrence fiscale pour attirer les personnes et les sociétés, sous la forme d'une modulation de la fiscalité locale (Floride) ou de rabais fiscaux (en 2018, de nombreuses collectivités ont proposé à Amazon des crédits d'impôts pour obtenir l'implantation du second siège américaine de l'entreprise).

##### 4.4.3 Les grandes entreprises

Le dogme *friedmanien* de l'entreprise au service de ses actionnaires, qui a connu son apogée dans les années 1990 et 2000 à la faveur de politiques publiques accommodantes, est aujourd'hui très contesté aux États-Unis. La « grande récession » qui a suivi la crise financière déclenchée en 2008 et l'urgence climatique ont notamment exposé ce modèle de maximalisation du profit à des critiques sur son court-termisme et son caractère immoral. Aussi, la passivité des pouvoirs publics américains à repenser l'objet social de l'entreprise face à ces défis a-t-elle encouragé les acteurs économiques à s'en saisir eux-mêmes (BlackRock, *Business Roundtable*, etc.). Il est par exemple notable que de grandes entreprises cotées, dont les pratiques salariales ont été longtemps décriées, aient récemment décidé d'augmenter le seuil de rémunération horaire de leurs employés (15 USD chez Amazon, 20 USD chez Target et Bank of America, etc.). Cette action, présentée comme « sociale », s'accompagne d'appels à une meilleure représentation des salariés dans la gouvernance des entreprises, de la part du monde universitaire mais aussi de certaines organisations patronales.

#### 4.5 Quelles évolutions du capitalisme américain escompter dans un avenir proche ?

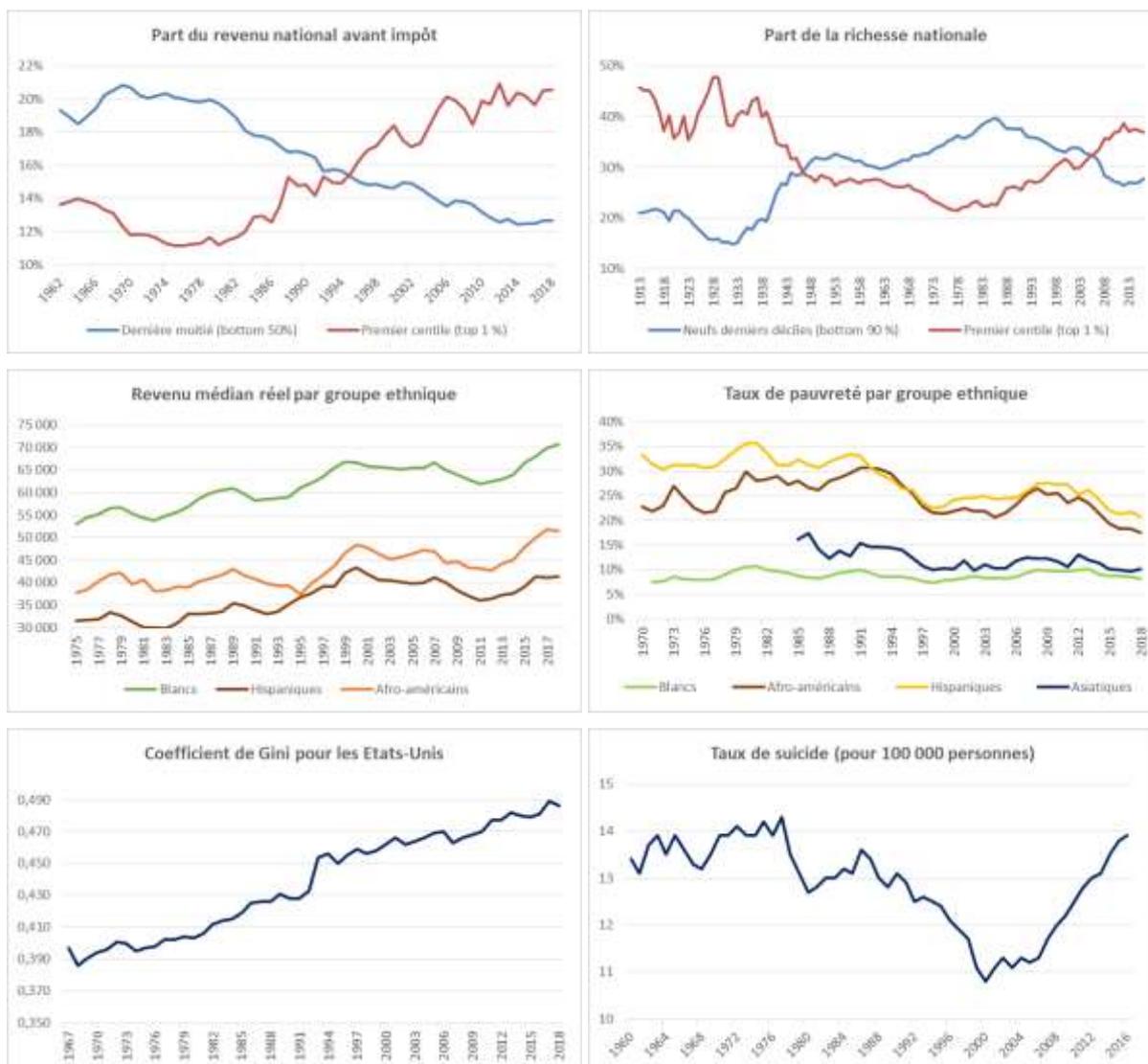
La récente multiplication d'initiatives locales ou individuelles pour repenser le capitalisme peut être interprétée comme l'amorce d'une transformation durable du contrat social américain « par le terrain » (*grassroots*) mais aussi comme la traduction d'un scepticisme sur la possibilité d'évolutions substantielles au niveau fédéral. La popularité que connaissent actuellement dans les sondages plusieurs personnalités réformistes, comme le candidat de la primaire démocrate Bernie Sanders, a provoqué une contre-réaction

<sup>195</sup> Il est souvent reproché à l'administration Obama d'avoir prorogé, en 2010, les allègements fiscaux octroyés par George W. Bush.

<sup>196</sup> Le taux de syndicalisation du secteur privé dans l'ensemble du pays est inférieur à 10 %.

de la part du parti républicain et de certains élus démocrates qui ne manquent plus une occasion de vanter les mérites du modèle économique américain (chaque audition publique au Congrès est devenue pour quelques élus le prétexte à un éloge du capitalisme). Dans ce contexte d'extrême polarisation du paysage politique étatsunien sur les questions économiques nationales, les futures actions fédérales pourraient se limiter à la régulation du capitalisme « aux frontières » des États-Unis, en poursuivant tout ou partie de l'action protectionniste menée par l'administration Trump depuis 2017 : contrôle accru des investissements étrangers dans les secteurs jugés stratégiques, remise en cause des accords commerciaux internationaux et lutte contre l'optimisation fiscale des firmes multinationales. Enfin, à l'intérieur des États-Unis, le mouvement de « déconcentration » du capitalisme qui s'amorce pourrait se renforcer à la faveur d'un regain d'intérêt dans le débat public et dans l'action de certains États fédérés pour une application plus stricte des critères de lutte contre les monopoles (*anti-trust*).

### Les inégalités et la crise sociales aux États-Unis



Sources : World Inequality Database et Census Bureau.

## PIB par tête et par État fédéré en 2018



Source : Bureau of Economic Analysis.

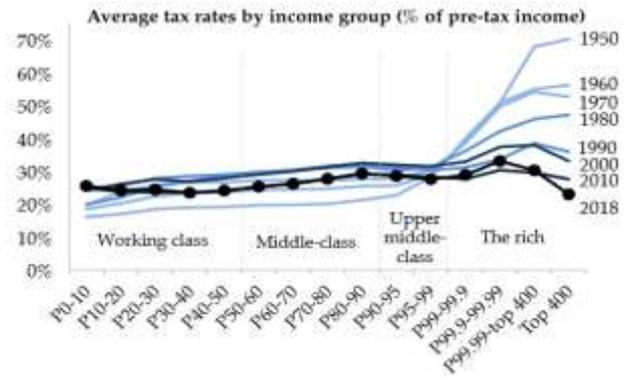
### Caractéristiques des principaux impôts directs fédéraux aux États-Unis

	Taux	Commentaires
Impôt sur le bénéfice des sociétés (taux nominal)	21 %	<p>Le taux effectif moyen se situerait entre 19 et 20 %, après déductions (intérêts d'emprunt, investissements, etc.).</p> <p>Le bénéfice des sociétés est également taxé au niveau local, dans 44 États. Son taux varie d'État en État (de 3 % en Caroline du Nord à 12 % dans l'Iowa) et de collectivité en collectivité.</p>
Impôt sur le revenu (taux marginal)	37 %	<p>7 tranches d'imposition (10 % pour les premiers 13 850 USD pour un célibataire sans enfant, puis 12 %, 22 %, 24 %, 32 %, 35 % et 37 % à partir de 510 301 USD).</p> <p>Des déductions forfaitaires sont appliquées (12k USD pour un célibataire sans enfant).</p> <p>Les revenus des particuliers sont également taxés au niveau local, dans 43 États. Certains États optent pour un taux de prélèvement unique (5 % dans le Massachusetts), d'autres pour un régime progressif (dans l'État de New York, il existe 8 tranches taxées de 4 % à 8,82 %, ce dernier taux s'appliquant au-delà de 1,1 MUSD de revenus).</p> <p>Les impôts locaux sont déductibles des impôts payés au niveau fédéral (plafond annuel à 10k USD).</p>
Taxation du capital (taux marginal)	20 %	<p>3 tranches d'imposition des plus-values sur valeurs mobilières détenues plus d'un an (0 %, 15 % et 20 %).</p> <p>Les valeurs détenues moins d'un an sont taxées selon le barème de l'impôt sur le revenu.</p>

Sources : <https://www.irs.gov/taxtopics/tc409> et <https://taxfoundation.org/us-corporate-income-tax-more-competitive/>

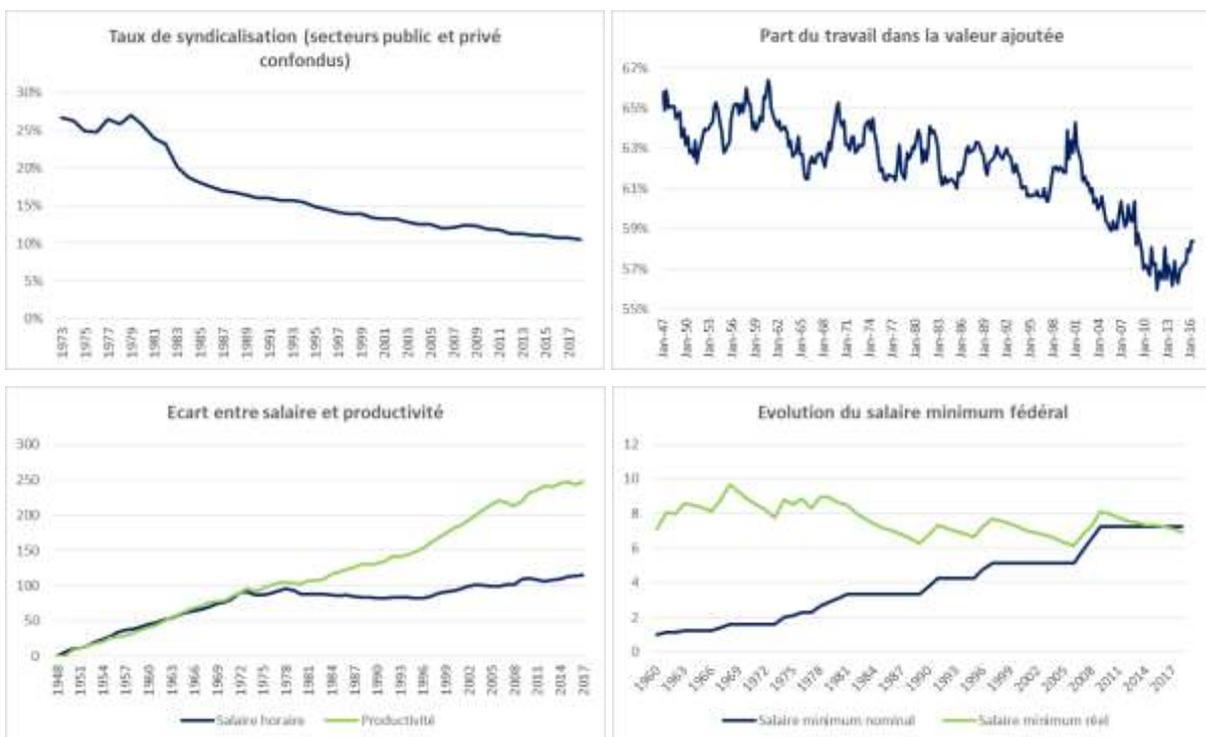


Source : Internal Revenue Service.



Source : E. Saez et G. Zucman, *The Triumph of Injustice*.

### La place des travailleurs dans l'économie américaine



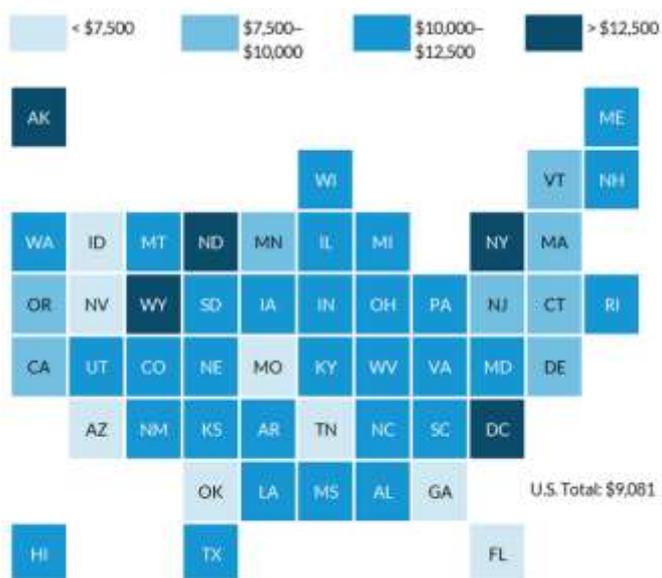
Source : Bureau of Labor Statistics.

### Caractéristiques de la population rémunérée au salaire minimum

En % de la population rémunérée au salaire minimum fédéral	États-Unis 2018	France 2016
Moins de 25 ans	48,8 %	28,1 %
Femmes	62,8 %	55,2 %
Sans qualification	11,9 %	18,8 %
Temps partiel	64 %	24,2 %
Part de la population active occupée	2,3 %	10,6 %

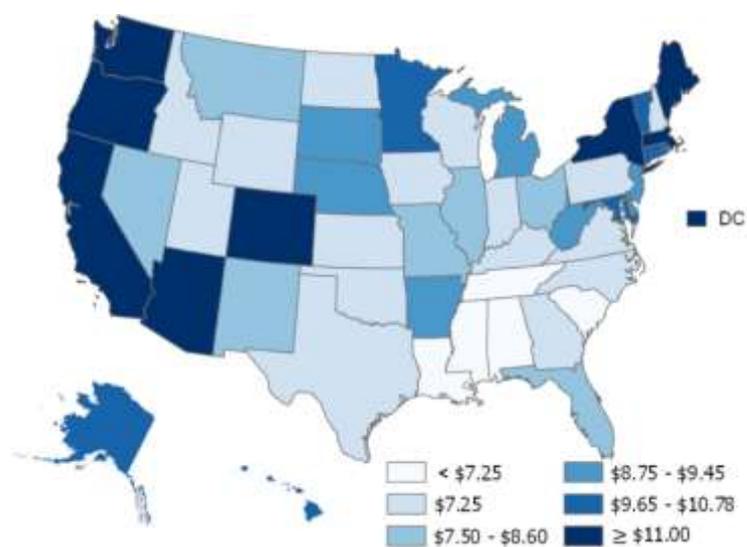
Source : Bureau of Labor Statistic et Insee.

## Dépenses publiques par tête et par État fédéré en 2016



Sources : Urban Institute et Census Bureau.

## Le salaire minimum par État fédéré au 1er juillet 2019



Sources : Department of Labor, Congressional Research Service, DG Trésor.

## 5 Italie

### 5.1 Une Italie ouverte malgré elle aux investissements étrangers

L'Italie conjugue une politique d'attractivité des investissements étrangers avec un contrôle des secteurs stratégiques (« *golden power* »). Les prises de contrôle par des étrangers d'entreprises visibles sont le plus souvent mal perçues par l'opinion comme par les commentateurs, en ce qu'ils portent atteinte à l'intérêt national. La structure du capitalisme italien facilite cependant ces prises de contrôle.

#### 5.1.1 La politique d'attractivité a des résultats limités

Pour compenser l'image d'instabilité politique, d'imprévisibilité juridique et du mauvais fonctionnement du service public de la justice, les autorités ont amélioré le cadre réglementaire et fiscal. Parmi les mesures les plus récentes, on trouve l'institution d'un comité interministériel pour l'attraction des investissements étrangers (CIE) chargé d'accompagner les grands investisseurs dans le pays et d'un groupe de travail sur les classements internationaux. De nombreuses mesures fiscales ont été adoptées et notamment un régime favorable à la propriété intellectuelle (Patent Box), des réductions sur les impôts des nouveaux résidents et des talents ou encore la possibilité de conclure des accords fiscaux préventifs avec l'administration pour garantir le régime fiscal applicable (taux d'imposition des revenus, bénéfices, royalties...) à la société sur une période de 5 ans. Elles restent toutefois insuffisantes pour réduire de manière significative la charge fiscale sur les entreprises. Dans le classement des dix premières économies mondiales, l'Italie reste le pays européen (derrière l'Allemagne, la France, la Grande-Bretagne et l'Espagne) qui attire le moins les investissements étrangers (source : AIBE – Censis).

#### 5.1.2 Le gouvernement dispose de pouvoirs étendus de contrôle dans les secteurs stratégiques

Le législateur italien a conçu son dispositif de sécurité économique<sup>197</sup> comme un moyen de conserver une influence publique après la perte de contrôle direct des entreprises stratégiques privatisées, en mettant en place des mécanismes de sauvegarde des intérêts publics essentiels.

Les secteurs et activités stratégiques sont définis par la loi : sécurité publique et défense d'une part, énergie, transports et communications d'autre part. Préalablement à certaines opérations extraordinaires (fusion, acquisition, changement d'actionariat, etc.) concernant une entreprise stratégique, la procédure surnommée « *Golden Power* », permet au Président du conseil d'adopter en conseil des ministres, en cas de menace de grave préjudice pour les intérêts essentiels de l'État, deux types de mesures : (1) veto à l'opération (prévoyant le rachat ou la fusion par exemple) ou (2) d'imposition des conditions et des prescriptions à l'opération.

Au moment de la signature du protocole d'entente sino-italien sur les Routes de la Soie en mars 2019, et pour montrer que l'Italie demeurerait soucieuse de la protection de ses intérêts stratégiques, les pouvoirs spéciaux du Golden Power ont été étendus<sup>198</sup> aux contrats de fourniture et de service de communication électronique à haut débit liés à la technologie 5G souscrits avec des opérateurs tiers à l'Union européenne. Ce fut une manière de répondre aux inquiétudes des États-Unis préoccupés par l'intérêt de Huawei et ZTE pour le marché italien de la 5G. Cette modification donne aujourd'hui à l'État Italien un pouvoir particulièrement étendu, qui ne se limite plus seulement aux opérations extraordinaires mais aussi au choix du fournisseur. Cette extension des modalités propres au contrôle des investissements étrangers à celui des contrats de fourniture est un précédent intéressant dont il faudra suivre attentivement la mise en œuvre.

<sup>197</sup> Décret-loi n. 21 du 15 mars 2012 converti en loi n° 56 du 11 mai 2012.

<sup>198</sup> Décret-loi n. 22 du 25 mars 2019 converti en loi n. 41 du 20 mai 2019 ; Décret-loi n. 105 du 21 septembre 2019 converti en loi n° 133 du 18 novembre 2019.

### 5.1.3 La structure du capitalisme fait des entreprises des cibles pour les investisseurs étrangers

De nombreux symboles nationaux ont été acquis par des étrangers depuis près de 30 ans comme Edison, Pirelli, Parmalat ou Fendi, suscitant des critiques de l'opinion, du monde politique et de la presse italienne. Ces réactions ne débouchent évidemment pas sur un blocage de ces investissements, faute le plus souvent de solution nationale comme dans les cas d'ILVA et d'Alitalia.

La structure du capitalisme italien – dominance de PME familiales, entreprises industrielles de taille moyenne, quelques grandes entreprises issues de l'ancien secteur public – favorise les prises de contrôle externes. Les sociétés familiales sont vulnérables au moment de la transmission (Bulgari, Luxottica). Les entreprises industrielles de taille moyenne peuvent être acquises à un coût modique (par exemple Richard Ginori par Gucci). Plus généralement, la structure financière et actionnariale des entreprises italiennes, très souvent concentrée et reflétant un profond ancrage dans un district industriel, n'est pas propice à la levée de fonds. En raison du nombre limité de grands groupes nationaux, les entreprises italiennes deviennent ainsi des cibles d'acquisitions privilégiées pour des groupes internationaux.

L'Italie a développé des outils pour conserver ses entreprises de taille moyenne et intermédiaires comme CDP Equity (holding de participation de la Caisse des dépôts et des prêts), aucun véhicule de ce type ne peut protéger efficacement un groupe mondial d'un rachat par un concurrent. Ainsi, des dispositifs financiers permettent désormais d'endiguer partiellement la réelle bien qu'exagérée « fuite des entreprises », mais les fondements juridiques ainsi que la structure du capitalisme transalpin font des entreprises italiennes des cibles pour des opérations de croissance externe d'acteurs internationaux. Les grands groupes français en ont largement profité : par exemple LVMH et Kering se partagent le marché italien du luxe, à coup d'acquisitions éclair et symboliques comme Bulgari, Fendi ou Gucci et BNP Paribas (BNL) et Crédit Agricole (Cariparma) sont des acteurs majeurs qui auraient d'autres projets d'investissement dans la Péninsule.

## 5.2 Présence de l'État dans la gestion des entreprises

La présence de l'État dans le capitalisme italien reste significative dans les secteurs de l'énergie, la construction, les infrastructures, les services financiers, postaux et les télécommunications. Elle se traduit par des prises de participations directes (ministère de l'économie et des finances), ou de manière indirecte par la Caisse des dépôts et des prêts<sup>199</sup> (Cdp SpA). En réponse aux crises affectant diverses entreprises (Monte Paschi di Siena (MPS), banques vénètes, Carige, Astaldi, Banca Popolare di Bari, Alitalia etc.), l'État et la Cdp, ont depuis 2018 renforcé leur soutien à l'économie sous la pression de divers partis politiques (M5S, Ligue, Italia Viva) militant en faveur d'un engagement public plus significatif.

### 5.2.1 En repli, la présence publique reste sectoriellement très significative

La rationalisation des participations publiques est inscrite dans la loi en 2016<sup>200</sup>, en encadrant plus étroitement la création, la gestion et les prises de participations (directes ou indirectes) d'entreprises par les administrations. Elle devait permettre d'en améliorer l'efficacité et poursuivre leur rationalisation entamée en 2014<sup>201</sup>, pour *in fine* réduire le nombre d'entreprises à participations publiques de 8 000 à 1 000.

<sup>199</sup> La Cdp est une institution financière à statut de société par actions, 82,77 % du capital étant détenu par l'État (ministère de l'économie et des finances) et 15,93 % par des fondations bancaires. Son statut est discuté par la doctrine et demeure flou dans les décisions et avis de la Cour des comptes et du Conseil d'État. La CDP, à l'instar de la KfW allemande demeure qualifiée de personne de droit privé par les autorités italiennes et ses comptes n'entrent pas, en conséquence, dans le calcul du périmètre maastrichtien, *cf. lien*. Le précédent gouvernement M5S-Ligue avait tenté, sans toutefois y parvenir, de faire de l'institution le bras armé de sa politique industrielle. À sa propre initiative, la CDP a néanmoins, depuis le début de l'année 2019, renforcé son dispositif de soutien aux territoires et aux entreprises.

<sup>200</sup> Décret-législatif n°175 du 19 août 2016, « texte unique en matière de sociétés et participations publiques », gouvernement Renzi.

<sup>201</sup> Avantages fiscaux introduits par le DL n°14 du 6 mars 2014 en faveur de la dissolution d'entreprises dans lesquelles les administrations publiques locales détiennent des participations (ou leur vente), ou loi de finances 2015 (art. 1, alinéa 611, de la loi n° 190 du 23 décembre 2014) prévoyant des critères précis de réorganisation des portefeuilles de participations des administrations.

La loi limite les participations publiques aux entreprises dont les activités « *sont étroitement nécessaires à la réalisation de leurs propres missions institutionnelles* » (art. 4, al. 1), soit à celles devant servir l'intérêt général, ou la préparation, la réalisation et la gestion d'infrastructures publiques, ainsi que la production de biens et de services nécessaires aux administrations<sup>202</sup>. Chaque prise de participation ou création d'une société publique doit depuis être motivée (raison, finalité), répondre à des critères de soutenabilité financière (art. 5, al. 1) et être conforme aux règles européennes sur les aides d'État. Le texte prévoit une « *rationalisation périodique* » (art. 20) des participations publiques, contraignant les administrations à passer annuellement au crible leurs participations et établir des plans de restructuration (fusion, cession, liquidation) pour celles ne répondant pas (ou plus) à des critères relatifs à leur activité, organisation ou rentabilité<sup>203</sup>.

Fin 2016, les administrations publiques détenaient des participations dans 6 576 entreprises (-5,1 % depuis 2014). Elles employaient un total de 846 720 salariés et contrôlaient entièrement 60 % d'entre elles, soit 0,1 % du nombre total d'entreprises (cf. annexe 1). L'État contrôlait en propre 382 entreprises (10 % du total des entreprises contrôlées), en repli de 14,3 % depuis 2014. En 2016, les entreprises contrôlées<sup>204</sup> par des entités publiques employaient 610 800 personnes (5,1 % du total des employés italiens) dont plus de la moitié (332 550, -8 % depuis 2014) dans celles contrôlées par l'État (ministères, Cdp SpA). Les entreprises à participations publiques sont majoritairement actives dans les secteurs du transport (37 % du total des salariés des entreprises à participations publiques, dont régies locales de transport, ENAV<sup>205</sup>), de la fourniture de services énergétiques et environnementaux (17 % des mêmes employés dont ENI, ENEL, Terna, Snam, Italgas<sup>206</sup>), de la construction et de l'industrie (10 % des employés dont Fincantieri, Leonardo, Trevi Finanziaria) et dans les activités financières et d'assurance (18,1 % dont Cdp SpA, Monte Paschi di Siena et Poste Italiane). En 2016, ces entreprises ont généré plus de 55 Md€ de valeur ajoutée<sup>207</sup>, soit 9,5 % de celle totale des industries et des services.

### 5.2.2 L'État détient des participations stratégiques dans une demi-douzaine d'entreprises

Les participations d'entreprises directement détenues par l'État (ministère de l'économie et des finances - MEF) sont, exception faite du secteur bancaire dont Monte dei Paschi di Siena (68 %)<sup>208</sup> et d'AMCO<sup>209</sup>, héritées de l'Institut de reconstruction industrielle (IRI) dont l'État fut l'unique actionnaire à compter de 1992. Celles-ci se concentrent dans des secteurs les plus importants : l'énergie (ENEL, 23,6 % ; ENI, 4 %<sup>210</sup>), le transport (ENAV, 53 % ; Ferrovie dello Stato, 100 %), l'industrie (Leonardo, 30 % ; STMicroelectronics<sup>211</sup>), les services financiers et postaux (Poste Italiane, 29 %<sup>6</sup>) et radiotélévision (RAI, 100 %). Si l'État exerce le contrôle direct des entreprises dans lesquelles il détient des parts majoritaires (Rai, FS, ENAV, MPS, AMCO), son influence est prépondérante là où il est seul actionnaire principal

<sup>202</sup> Il existe des exceptions pour les entreprises organisant des foires / salons, la réalisation et la gestion de remontées mécaniques, la production d'énergies renouvelables (al. 7) ou de startups universitaires ou entités de recherche (al. 8). Des dispositions ad hoc peuvent être prises pour exclure certaines participations publiques (administration centrale et locales) du champ d'application du présent décret (al. 9).

<sup>203</sup> Des plans doivent être obligatoirement adoptés lorsque les administrations publiques remarquent / enregistrent des participations qui ne font partie d'aucune catégorie prévue par l'art. 4, des sociétés sans employés ou avec des conseillers > aux employés, participations dans des sociétés qui ont une activité similaires ou analogues à celles d'autres sociétés publiques, au CA annuel sur les 3 dernières années < 1M€, dans des entreprises non prestataires d'un service d'intérêt général déficitaire sur les 4 des 5 derniers exercices, dont les coûts de fonctionnement doivent être réduits ou qui remarquent une nécessité de fusionner des sociétés.

<sup>204</sup> Les « entreprises contrôlées » sont des entreprises à participation publique la moitié du capital est détenue par une entité publique (État, collectivités territoriales).

<sup>205</sup> Ente Nazionale Assistenza al Volo est une entreprise publique responsable de la gestion du trafic aérien.

<sup>206</sup> Respectivement entreprises nationales responsables de la production d'hydrocarbures, d'électricité, du réseau de transport d'électricité, de transport gaz naturel (dont liquéfié) et de distribution de gaz.

<sup>207</sup> Nette des activités financières et assurantielles.

<sup>208</sup> Dans le cadre de son opération de sauvetage (2017), l'État a souscrit 68 % du capital de MPS, s'engageant à sortir dudit capital à horizons 2021. L'État a également accordé diverses garanties publiques aux émissions obligations de MPS et de Carige.

<sup>209</sup> Ex-SGA SpA, société entièrement détenue par le ministère de l'économie et des finances, spécialisée dans la gestion des crédits détériorés.

<sup>210</sup> La Cdp possède 25,8 % d'ENI et 35 % de Poste Italiane.

<sup>211</sup> Le MEF détient 50 % de STMicroelectronics holding (le reste détenu par BPI France et le CEA), 1<sup>er</sup> actionnaire de l'entreprise avec 28,3 % des parts des STMicroelectronics.

(ENEL, Leonardo) ou en partenariat avec la Cdp SpA (Poste Italiane, ENI). Par l'entremise d'Invitalia<sup>212</sup> (100 % détenue) et de la Cdp SpA (82,8 %) où son pouvoir de décision est statutairement limité par les fondations bancaires (actionnaires minoritaires), l'État possède des participations dans une centaine d'entreprises d'envergure nationale et internationale, ainsi que dans une trentaine de fonds d'investissements (*private equity, private debt*). Ses interventions, sous la forme de prêts exceptionnels (Alitalia, 900 M€ auxquels s'ajoutent fin 2019 400 M€), de garanties (Carige sur des émissions obligataires) ou de prises de participations « ponts » (MPS, Banca Popolare di Bari par Invitalia – cf. note du service du 17 décembre 2019), se sont multipliées ces dernières années.

### 5.2.3 L'engagement croissant de la Caisse des dépôts et des prêts en faveur de l'économie sous le contrôle des fondations bancaires

Détenue à 82,8 % par l'État, la Cdp (cf. fiche du service du 3 septembre 2019) gère l'épargne postale des épargnants italiens (258 Md€ fin 2018). Ces ressources, au même titre que ses ressources levées sur les marchés (gestion ordinaire), ne peuvent être investies (art. 3, alinéa 1.D de ses statuts) que dans des entreprises rentables et viables afin de conserver un profil de rentabilité tel qu'il permette le versement de dividendes à ses actionnaires dont les fondations bancaires (avec lesquels sont financées leurs activités philanthropiques). Les statuts de la Cdp confèrent aux fondations une minorité de blocage pour les décisions stratégiques<sup>213</sup>.

La Cdp détient des actifs industriels stratégiques dans les secteurs de l'énergie (ENI 25,7 % ; Terna SpA, 30 % ; Snam, 31 % ; Saipem, 12,5 % ; Italgas, 26 %), de l'industrie (Fincantieri, 71 %), des télécommunications (Open-Fiber à 50 %, Tim, 9,9 %), des services financiers et postaux (Poste Italiane, 35 %), ainsi que par le financement de soutien du secteur privé<sup>214</sup>. À ce titre, elle peut soutenir la politique industrielle de l'État, pour autant que son actionariat minoritaire y consente.

La Cdp intervient également dans une trentaine de fonds d'investissements principalement dédiés au financement de PME (*venture capital*), de logements sociaux ou d'infrastructures. Conformément à son plan industriel 2019-2021 adopté fin 2018, la Cdp a en 2019 renforcé son soutien à l'économie, notamment en faveur du financement des PME et ETI, augmentant ses participations dans des entreprises stratégiques (SIA, TIM) ou en faveur de secteurs en difficulté comme la construction (Progetto Italia<sup>215</sup>). Ce faisant, la Cdp a significativement renforcé son exposition au risque (cf. notes du service du 27 août 2019 et du 12 décembre 2019).

Des pressions financières, réglementaires et politiques existent pour une plus grande participation de la Cdp en faveur de l'économie. L'environnement de taux bas qui affecte la rentabilité des placements « traditionnels » de la Cdp contraint les fondations bancaires à accepter une plus grande exposition au risque, longtemps demandée par le Mouvement 5 Étoiles. L'engagement de la Cdp en faveur du secteur de la construction a rouvert le débat relatif au rôle de la caisse, certains (dont M. Renzi - Italia Viva et des membres du Mouvement 5 Étoiles – M5S) militant pour l'intervention en faveur d'entreprises en difficulté telles qu'Alitalia (en sus des prêts accordés par l'État) ou l'aciérie ex-Ilva (intervention de Cdp, Snam ou

<sup>212</sup> Invitalia est une société détenue par l'État (ministère de l'économie et des finances), responsable de la relance de territoires en crise, notamment active dans le sud du pays. Elle gère les subventions nationales en faveur de la création d'entreprises et de startups innovantes et finance certains projets. Elle conseille les administrations dans l'utilisation des fonds communautaires et nationaux et peut être mobilisée, en qualité de centrale d'achat et d'entité contractante pour des interventions stratégiques en faveur de sociétés en difficulté. En juin 2019, l'agence détenait des participations dans environ 30 sociétés, la plupart, sous administration provisoire, en faillite ou liquidation.

<sup>213</sup> Trois postes sur neuf leurs sont réservés (dont celui de Président) au conseil d'administration, leur permettant de provoquer sa réunion et constituer une minorité de blocage sur les décisions relatives au versement de dividendes, à l'exposition au risque ou à celles soumises au vote de l'assemblée des sociétaires telles les prises d'actions majoritaires dans une entreprise. Par le « comité de soutien aux actionnaires minoritaires » composé de 9 membres issus de fondations, celles-ci exercent une surveillance sur l'ensemble de la Caisse. Elles contribuent ainsi aux négociations relatives aux nominations de dirigeants des entreprises dans lesquelles la CDP détient des participations (ENI, Poste Italiane, Ansaldo, Terna, SNAM 4 etc.), certains de leurs représentants dirigeant des filiales de la CDP.

<sup>214</sup> Création du Fonds italien d'investissement (2010), du Fonds stratégique italien (2011), acquisition de SACE-SIMEST (2012), coinvestissement dans Open Fiber (2016).

<sup>215</sup> La Cdp SpA a souscrit une participation significative (250M€) de l'augmentation de capital de Salini Impregilo afin que ce dernier s'érige en champion italien de la construction. Salini Impregilo s'est engagé à racheter son concurrent direct, Astaldi.

Fincantieri envisagée). Le ministre du développement économique, M. Patuanelli (M5S), souhaite même la création d'un « *nouvel institut pour la reconstruction industrielle* », en référence à l'entité fondée en 1933 et acteur du « miracle économique » d'après-guerre, pour assurer « *la protection du tissu industriel du pays* », ainsi que d'une banque publique d'investissement (prévu par le décret-loi 142 du 16 décembre 2019 de « sauvetage » de Banca Popolare di Bari) pour faciliter l'accès aux financements des PME auxquels pourrait être associée la Cdp. Ainsi, faute d'intervention directe et durable possible de l'État (cf. 1.1), le gouvernement fait pression sur la Commission européenne pour que soit assouplis les dispositifs d'aide d'État.

### Détail des participations détenues par des entités publiques en nombre d'entreprises et d'employés 2014-2016

	2014	2015	2016	% total 2016	% 16/14
Entreprises avec participations publiques actives	6 927	6 859	6 576	0,15%	-5,1%
<i>dont contrôle public (&gt;50%)</i>	4 515	4 249	3 960	0,09%	-12,3%
<i>dont contrôle public de l'Etat central (ministères)</i>	446	416	382	0,01%	-14,3%
Employés (excl. Indépendants)	810 405	848 707	846 720	7,04%	4,5%
<i>dont contrôle public (&gt;50%)</i>	649 644	621 926	610 771	5,08%	-6,0%
<i>dont contrôle public de l'Etat central (ministères)</i>	361 655	350 199	332 551	2,77%	-8,0%

Sources : Rapports annuels sur les *partecipate pubbliche in Italia* (2015-2018) et *Nota trimestrale sulle tendenze dell'occupazione* ; ISTAT.

### 5.3 Les participants à la gestion de l'entreprise autres que les actionnaires

Résumé : La participation à la gestion de l'entreprise d'autres parties que les actionnaires est encore rare en Italie. Celle des salariés, bien que prévue par la constitution italienne, ne fait pas l'objet d'une réglementation spécifique et reste généralement limitée aux administrateurs salariés. Les autres cas résultent de situations ponctuelles comme la crise d'entreprise ou de la réglementation européenne (société européenne). La structure du tissu industriel italien, composée principalement de petites entreprises familiales, et la forte tradition à la négociation collective ont entravé l'adoption de politiques en ce sens.

#### 5.3.1 La participation des salariés à la gestion de l'entreprise n'est pas obligatoire

La participation des salariés à la gestion de l'entreprise est un droit constitutionnel qui n'a pas été réglementé. L'article 46 dispose qu'« en vue de l'élévation économique et sociale du travail et conformément aux exigences de la production, la République reconnaît le droit des travailleurs à collaborer, selon les modalités et dans les limites fixées par les lois, à la gestion des entreprises ». Toutefois, aucun dispositif légal ou réglementaire n'oblige à l'heure actuelle les entreprises à prévoir une représentation minimale des salariés au sein de leurs organes dirigeants. De nombreux projets de loi ont été portés par les différents gouvernements, mais aucun n'a abouti, les forces politiques préférant déléguer le sujet aux partenaires sociaux, au sein desquels il n'y a pas de consensus. Les deux seuls cas où les salariés doivent être intégrés à la gestion de l'entreprise est d'une part celui de la Société européenne, et d'autre part celui de la société née suite à une fusion transfrontalière, dans le cas où au moins l'une des sociétés concernées prévoyait des dispositifs spécifiques à ce sujet (EssilorLuxottica).

Le conseil d'administration peut être constitué de membres non actionnaires. L'article 2380-bis du code civil, qui prévoit que la gestion des entreprises peut être confiée à des tiers autres que les actionnaires, fait référence au conseil d'administration, et en particulier à l'administrateur non actionnaire mais salarié ou indépendant. Si la jurisprudence a reconnu dès 2011 la possibilité à l'administrateur d'être salarié, ce n'est qu'en septembre 2019 que l'Institut national de prévoyance sociale (INPS) a admis la compatibilité des deux fonctions à condition que le rapport de subordination subsiste, au moins partiellement, avec l'organe de gestion/contrôle<sup>216</sup>.

<sup>216</sup> Message n. 3359 du 17 septembre 2019.

### 5.3.2 En cas de crise d'une grande entreprise, l'État peut confier la gestion à un commissaire

L'objectif principal de la procédure d'« administration extraordinaire » consiste en la poursuite de l'activité de l'entreprise et le maintien de l'unité des actifs industriels afin de préserver le niveau d'emploi et de production existants (avec une finalité dite « conservatoire »). La procédure, réglementée par le décret législatif n. 270/1999, s'applique aux entreprises de plus de 200 salariés qui ont un niveau d'endettement supérieur à 2/3 des actifs ou du chiffre d'affaires du dernier exercice. Un régime juridique (dit Loi Marzano) spécifique pour les entreprises d'au moins 500 employés et présentant des dettes supérieures à 300 M€ existe depuis 2003.

Lorsque le tribunal déclare l'état d'insolvabilité de l'entreprise ou constate le défaut de paiement des salaires pendant trois mois, un décret du ministre du développement économique place l'entreprise en situation d'administration extraordinaire et nomme un à trois commissaires chargé de la gestion de l'entreprise. Un comité de surveillance de trois ou cinq membres est institué.

La procédure d'administration extraordinaire n'est soumise qu'au contrôle du juge administratif dont la compétence est limitée à la légalité des actes administratifs, sans droit de regard sur l'opportunité économique des opérations. Cette procédure a été utilisée pour Parmalat en 2004 et pour Alitalia à plusieurs reprises.

### 5.3.3 Les expériences sont principalement d'origine privée

La structure du tissu industriel ne favorise pas la participation des salariés en raison de la taille réduite des entreprises italiennes (99,9 % des entreprises étant des PME, dont 95 % de micro entreprises) et du modèle d'organisation pyramidal sur lequel repose l'entreprise familiale, qui est peu propice à une gestion partagée. Selon une enquête de la Confindustria (homologue du Medef) sur ses adhérents<sup>217</sup>, 7,8 % des entreprises impliquent leurs salariés dans leur organisation interne. Néanmoins, le contexte économique déprimé a favorisé l'implication des salariés comme instrument pour surmonter les crises, légitimant les sacrifices pour sauver l'activité et l'emploi.

Les expériences italiennes sont principalement d'origine contractuelle. Les grands groupes, en particulier publics, sont naturellement plus enclins à l'ouverture. À cet égard, ENI, Leonardo ou encore Alitalia ont signé des accords d'entreprise en faveur de la participation des employés à des comités mixtes direction/salariés. Les sociétés coopératives, de par leur nature, impliquent parfois leurs salariés ou encore des collectivités locales dans la gestion. Par ailleurs, on constate que certaines sociétés ont mis en place de nouvelles formes de participation des salariés, non négociées avec les syndicats, via l'implication de petits groupes de travailleurs dans la réalisation de différentes activités opérationnelles ou dans la création de comités qui peuvent être chargés de simples questions relatives à l'organisation du travail dans les unités productives ou de celles de caractère stratégique sur le futur de l'entreprise.

Une des premières expérimentations impliquant l'État remonterait à mai 2018, lorsque l'accord entre le suisse Sider Alloys<sup>218</sup> (ex-Alcoa), l'État actionnaire (via Invitalia) et les syndicats, a réservé 5 % de l'augmentation de capital et une participation au conseil de surveillance aux salariés actionnaires. Un autre cas, salué par les syndicats italiens, est celui de FCA-PSA, dont le projet de fusion prévoit la participation des salariés.

## 5.4 Quelles visions politiques du capitalisme en Italie ?

Les forces politiques favorables à l'économie sociale de marché qui fonde la construction européenne sont minoritaires en Italie et représenteraient autour de 30 % de l'opinion. Le plus grand parti défendant le système actuel est désormais le Parti démocrate (centre gauche), suivi d'Italia Viva (M. Renzi) et de Forza Italia (centre droit). La droite est désormais dominée par deux partis – la Ligue et Fratelli d'Italia – à la fois eurosceptiques et éloignés des milieux économiques. Ils ont une vision illibérale de l'économie, n'excluent

<sup>217</sup> Enquête de la Confindustria sur le travail 2019 – 29/11/2019.

<sup>218</sup> <https://www.lavoce.info/archives/52535/una-via-italiana-per-i-lavoratori-nei-cda>

pas la sortie de l'euro, sont ouverts à des mesures protectionnistes et à la confrontation avec l'Union européenne sur les règles budgétaires. Le M5S, anti-système, animé par une idéologie rousseauiste, peine à convaincre et perd son électorat.

La critique radicale du capitalisme portée par l'extrême gauche a pratiquement disparu avec la fin du terrorisme dans les années 1980. Il existe dès lors un relatif consensus en Italie concernant l'économie de marché et le capitalisme qui n'exclut pas toutefois une forte méfiance d'une partie importante de l'électorat vis-à-vis des acteurs économiques du « système » (dirigeants des grandes entreprises, banquiers) et des tendances illibérales (*cf. infra*). Par ailleurs, il ne faut pas rechercher dans les programmes des mouvements politiques et particulièrement ceux qui s'affirment populistes<sup>219</sup>, une cohérence économique d'ensemble. Les mesures proposées s'inscrivent rarement dans une vision générale.

En intentions de vote, le paysage politique diverge fortement désormais de la distribution issue des élections législatives de 2018. Alors qu'aucun parti ne bénéficie d'un leadership dans les chambres actuelles, la Ligue de M. Salvini domine l'espace politique réel. Les élections régionales en Emilie-Romagne (26 janvier), si elles permettaient à la Ligue de remporter une région ancrée à gauche depuis plus de 70 ans, pourraient conduire à des élections législatives anticipées et à une prise du pouvoir par la Ligue.

Profondément modifié lors des élections législatives de 2018, puis à nouveau lors des élections européennes de 2019, le paysage politique italien est en évolution constante. Les sondages récents confirment l'inversion du rapport de force entre les deux anciens alliés du gouvernement Conte I (mai 2018-août 2019). Le Parti démocrate reste quant à lui relativement stable, en dépit de la défection de M. Renzi (Italia Viva). La Ligue de M. Salvini serait le premier parti politique de l'Italie à 34 % des intentions de vote (contre 17 % aux élections de mars 2018).

	Législatives 2018	Européennes 2019	Derniers sondages
Fratelli d'Italia (post-fasciste)	4,3	6,4	10
Ligue (extrême-droite)	17,4	34,4	34
Forza Italia (droite)	14	8,69	6,7
Italia Viva (centre)	-	-	5,8
Parti démocrate (centre gauche)	18,7	22,8	19
Liberi e Uguali (gauche)	3,4	-	
Mouvement 5 Étoiles (antisystème)	32,7	16,8	17,2

#### 5.4.1 La décroissance heureuse du Mouvement 5 étoiles et la défense de l'environnement

L'émergence du M5S en 2009 a cristallisé l'action des activistes contre les grands projets (Lyon-Turin) et s'est nourrie des scandales de corruption affectant Silvio Berlusconi, alors que l'Italie s'enfonçait dans la crise financière et la récession. Exprimant la désespérance sociale et construit sur l'instrumentalisation politique de son propre électorat<sup>220</sup>, le M5S, « non-parti » à la direction totalement opaque, est animé par une idéologie justicialiste et rousseauiste, la haine de la représentation politique et l'utopie du mandat impératif. Son mode de fonctionnement est original (il a inventé le « populisme numérique » qui, à travers le développement des réseaux sociaux, entend faire émerger une démocratie participative directe, fondée sur « l'honnêteté » et la « transparence »). Le M5S n'est pas homogène, sa composante la plus radicale est anti-européenne et opposée à l'immigration.

<sup>219</sup> Dans cette note, on qualifiera de populiste un mouvement politique qui prétend incarner le peuple à lui seul. Dans cette perspective, la Ligue et le Mouvement 5 Étoiles se présentent en Italie comme deux mouvements populistes.

<sup>220</sup> Le M5S s'appuie sur un système informatique créé par un de ses fondateurs, G. Casaleggio, qui analyse et « remonte » au niveau du discours politique les sujets de colère de la base, en fonction de leur impact estimé.

Ses électeurs sont attentifs aux thèmes et aux politiques sociales. Le populisme du M5S se fonde sur le rejet du système, de la corruption et de la « caste » (dirigeants, banquiers, médias, syndicats et autres corps intermédiaires, multinationales) et de ses privilèges.

Les idées économiques du M5S dérivent des théories de la décroissance heureuse<sup>221</sup>. Le M5S promeut l'économie circulaire, les investissements pour atteindre le 100 % renouvelable (« *green new deal* »), la protection publique des biens communs (eau, santé, éducation), l'agriculture paysanne (plan de secteur et soutien aux filières). Son modèle économique est fondé sur le soutien de l'écosystème et l'optimisation du bien-être humain sous toutes ses formes.

Pour atteindre cet objectif, il s'appuie sur l'utilisation du numérique et l'innovation technologique. Le levier de la fiscalité (un cadre simplifié, une fiscalité des personnes plus progressive équitable, un allègement de celle pesant sur les entreprises, une réduction du coin fiscal, la lutte contre la fraude et l'évasion fiscales) a une place particulière, comme la réforme de l'État (débureaucratization et digitalisation, réorganisation des participations publiques, simplification, *spending review*).

Le M5S s'oppose à la mondialisation (il est contre la ratification du CETA) et entend défendre des intérêts nationaux (secteurs stratégiques, technologiques et productifs), contre les délocalisations, réservant le soutien public aux investissements localisés sur le territoire et au *Made in Italy*. Un enjeu est l'emploi (salaires minimum, participation des salariés à la gestion des entreprises), les artisans et le petit commerce, la sécurité des consommateurs (notamment en défense de l'épargne). Enfin, le M5S a fait sienne la lutte contre les inégalités (en promouvant le revenu de citoyenneté) et entre les régions (projet de création d'une banque publique d'investissement).

#### 5.4.2 Le souverainisme protectionniste de la Ligue

Parti séparatiste – du Nord riche et industriel – contre « Rome la voleuse » et les « culs-terreux » (terronei) du Sud lors de sa création il y a plus de trente ans, la Ligue est devenue sous l'empire de M. Salvini un parti nationaliste et souverainiste, qui désigne violemment ses nouveaux ennemis : « la gauche », les élites, les institutions européennes, la France et dans une moindre mesure l'Allemagne. M. Salvini a l'ambition de fédérer un large électorat qui irait de l'extrême droite (parti néofasciste Casa Pound) jusqu'aux électeurs populaires venus de la gauche. Ses références sont à la fois Trump, Poutine et Orban. Il n'hésite plus à tenir un discours identitaire de défense de l'Occident chrétien. Territorialement, à partir d'une base électorale de la très petite bourgeoisie entrepreneuriale et artisanale des régions du Nord, M. Salvini a élargi ses suffrages aux classes populaires dans l'ensemble de l'Italie et concurrence désormais dangereusement le M5S dans le Sud du pays.

Il doit sa fortune électorale à une instrumentalisation réussie du sujet migratoire, qui a permis à la Ligue de devenir dès 2018 le premier parti de la coalition de centre-droit puis, levant sur la popularité de sa politique au ministère de l'intérieur, le premier parti d'Italie aux élections européennes de 2019. L'échec de son coup de force d'août 2019 n'a pas entraîné de chute durable de ses soutiens. Il doit toutefois faire face désormais à la consolidation du parti post-fasciste Fratelli d'Italia (à 10 %) dont les positions convergent largement d'ailleurs avec les siennes et à la popularité de son leader, Mme Meloni.

M. Salvini entend représenter les victimes de la crise depuis 2008 (petits entrepreneurs, commerçants, épargnants, retraités), contre ceux qui ont été incapables de protéger les Italiens (les institutions européennes, les gouvernements Monti puis Renzi, la Banque d'Italie, etc.).

La Ligue laisse prospérer en son sein un courant anti-européen et anti-euro (MM. Bagnai<sup>222</sup> et Borghi) et célèbre le *Brexit*, marque de la vitalité de la démocratie britannique qu'il met en regard du pouvoir « confisqué » par le gouvernement italien actuel.

---

<sup>221</sup> Maurizio Pallante.

<sup>222</sup> Alberto Bagnai, économiste et sénateur de la Lega, est l'auteur du livre « La fin de l'euro. Comment la fin de la monnaie unique sauverait la démocratie et le bien-être en Europe ».

M. Salvini défend une vision « illibérale » et protectionniste, centrée sur le slogan « Les Italiens d'abord » (Prima gli Italiani). Ses priorités sont la défense de l'emploi national, de la production locale (contre les délocalisations), « *Made in Italy* », les nationalisations (ex-Illva, Alitalia), les grands travaux, le soutien aux familles (pour relancer la natalité) et la fermeture des frontières. La Ligue dénonce les investisseurs étrangers (notamment français) qui pillent l'Italie. Elle entend s'affranchir des paramètres européens pour conduire une baisse drastique de la fiscalité des ménages (*flat tax*) et revenir entièrement sur la réforme des retraites dite Fornero. Certains de ses cadres seraient prêts à faire face à une crise grave avec l'Union et les autres États membres pour y parvenir. La Ligue souhaite mettre fin à l'indépendance de la Banque d'Italie qui a failli dans son rôle de protection des épargnants dans sa mission d'organe de régulation et de supervision.

Enfin, la Ligue reste attachée à un fort transfert de compétences législatives et de ressources de l'État aux régions, réforme engagée depuis 2017, mais qui bloque sur l'opposition du M5S depuis le gouvernement de Conte I.

Bien que le cœur de son électorat soit encore dans le Nord et contrairement à une idée fausse, la Ligue n'est pas particulièrement proche des milieux entrepreneuriaux. Elle a peu de relai auprès du patronat, à l'exception des relations personnelles que cultive le numéro 2 du parti, M. Giorgetti. La Ligue est en revanche surreprésentée chez les commerçants, artisans, professions indépendantes et retraités du Nord, électorat qui pourrait être inquiet à terme par une politique anti-européenne. La question est de savoir à partir de quand les autres dirigeants du parti pourraient freiner la surenchère extrémiste de M. Salvini, surtout si celui-ci a entretemps bien élargi son assise électorale auprès des couches populaires moins sensibles aux thèmes de stabilité économique.

#### 5.4.3 Le capitalisme réformiste et européen du Parti démocrate

Le Parti démocrate (PD) apparaît ainsi comme le seul grand parti à défendre l'économie sociale de marché et la construction européenne.

Le PD a été créé en 2007, à partir de la fédération créée par Romano Prodi, l'Olivier, qui s'était fixé pour objectif de rassembler dans un grand parti de centre gauche le PDS issu du Parti communiste italien, les socialistes, l'aile gauche de l'ancienne Démocratie chrétienne. Arrivé en tête aux élections de 2013, il a conduit trois gouvernements de coalition (Letta, Renzi et Gentiloni), avant d'être battu aux élections de 2018.

En parvenant à former une coalition avec le M5S en septembre 2019, il a empêché le retour aux urnes qui aurait sans conteste conduit au triomphe immédiat de la Ligue. Bien qu'affecté par la défection de Matteo Renzi et de ses soutiens qui viennent de créer une formation du centre, Italia Viva, le PD demeure la principale force de centre-gauche, pro-européenne et seule alternative politique crédible à la Ligue. Le départ des renziens permet en outre au PD de recadrer son projet plus à gauche en faisant évoluer ses propositions vers plus de justice sociale, la politique de l'environnement, la fiscalité et une politique de l'immigration.

## 6 Japon

*La crise du capitalisme n'est pas vraiment un sujet au Japon mais des questionnements pourraient apparaître sur l'avenir du modèle socio-économique.*

### 6.1 Le capitalisme japonais s'est structuré plus récemment et obéit à un modèle singulier

Le capitalisme japonais a subi de profondes transformations pendant la 2<sup>ème</sup> guerre mondiale, davantage régulé par l'État dans le cadre d'une politique de mobilisation générale puis ensuite, sous l'occupation américaine, qui a poussé au démantèlement des zaibatsu, structures conglomerales complexes, organisées autour de participations croisées et d'une collusion d'intérêt entre propriétaires et gestionnaires des entreprises. Il reste pourtant dominé par une organisation en réseaux, où le jeu de la libre concurrence est souvent contrebalancé par une logique de coopération entre acteurs, tirée par des formes d'intégrations subtiles entre sociétés (et banquiers), souvent doublées de réseaux personnels informels. Les considérations de long terme l'emportent en outre souvent sur des objectifs de profits à court terme<sup>223</sup>.

Le modèle économique repose en outre sur le compromis social. L'individu n'existe que par son intégration dans des groupes, au premier rang desquels son entreprise, qui lui suscite donc rarement de la défiance. C'est d'autant plus vrai que les entreprises proposent un programme très favorable au salarié (salaire à l'ancienneté, formation continue...), et qu'en leur sein, les syndicats n'ont pas réussi à y développer un véritable contre-pouvoir. La force de frappe encore substantielle de l'industrie manufacturière (21 % PIB, comme en Allemagne), l'absence de chômage et la faible dispersion des revenus du travail (y compris entre patrons et salariés) alimentent enfin un sentiment de partage équitable de la valeur ajoutée.

### 6.2 C'est un capitalisme régulé, avec un pilotage stratégique de l'État

Y compris après les 3 grandes phases de privatisation (1982-1987, 2001-2006, depuis 2012), l'État n'est actionnaire que d'une vingtaine de sociétés, dont 3 introduites en bourse (NTT, Japan Post et Japan Tobacco); des PPP sont également promus dans le secteur des transports.

L'essor économique, depuis 1947 et jusqu'à l'éclatement de la bulle des années 1990, s'appuie sur un État fort, travaillant de concert avec les grandes entreprises (marchés réglementés, pilotage stratégique au service du développement du pays – par l'intermédiaire notamment du puissant MITI/METI). Les signes de cet interventionnisme public restent forts sous le gouvernement Abe, qui a adopté plusieurs mesures pour rénover les modes de travail au sein des entreprises, dans l'espoir d'améliorer la productivité du travail<sup>224</sup> et la compétitivité des entreprises: incitations à la hausse des salaires (réduction de l'IS pour les sociétés augmentant leurs salariés de plus de 3 %) ; « *Workstyle Reform* » destinée à réduire le présentisme et les inégalités de salaires; amélioration de la gouvernance des entreprises (nouveau code imposant une majorité d'administrateurs externes et l'instauration de 3 comités en marge des boards -audit, nomination des administrateurs, rémunération).

Un virage plus libéral s'est amorcé dans les années 1980, renforcé par l'éclatement de la bulle économique des années 1990 – et la longue récession qui a suivi<sup>225</sup>-, mais reste freiné par des facteurs culturels: actionnariat individuel et esprit entrepreneurial<sup>226</sup> réduits, faible liquidité du patrimoine...

Le gouvernement Abe n'en prône pas moins depuis 2012 une ouverture à l'international, afin de trouver des relais de croissance que le déclin démographique ne permet plus en interne. Il promeut également

<sup>223</sup> Les "stakeholders" primant sur les "shareholders".

<sup>224</sup> 45 USD par heure travaillée environ contre 67 en France.

<sup>225</sup> Élimination des participations croisées autour des banques, décloisonnement des marchés financiers, libéralisation des entrées de capitaux, révision des codes du commerce et du travail pour fluidifier les actifs financiers et humains, privatisations, introduction en 1996 du droit pour une société de racheter ses propres actions puis introduction des *stocks-options*, adaptation de la comptabilité japonaise en 2002 aux normes internationales, réforme de la gouvernance d'entreprise pour renforcer le contrôle de l'actionnaire sur les sociétés de capitaux...

<sup>226</sup> Le nombre de start-up est officiellement de 10.000 pour une population de 120 Mi mais nombre d'entre elles sont souvent encore l'émanation de grands groupes.

l'attractivité du territoire mais accueille *in fine* peu d'investissements étrangers<sup>227</sup> ; l'immigration, bien que perçue comme nécessaire pour répondre à une pénurie d'emplois dans certains secteurs, reste très controversée. L'ouverture du pays reste graduelle, avec la persistance de fortes barrières non tarifaires – ou comme en témoigne le durcissement récent de la loi sur les contrôles des investissements étrangers, dans un contexte de méfiance croissante vis-à-vis du voisin chinois... Reflet de ce constat, le Japon n'a connu que 9 transactions boursières inamicales depuis 2000 (soit 0,5 % des OPA).

### 6.3 Le poids de la fiscalité reste globalement faible mais la redistribution des richesses est assurée par un impôt élevé sur les successions

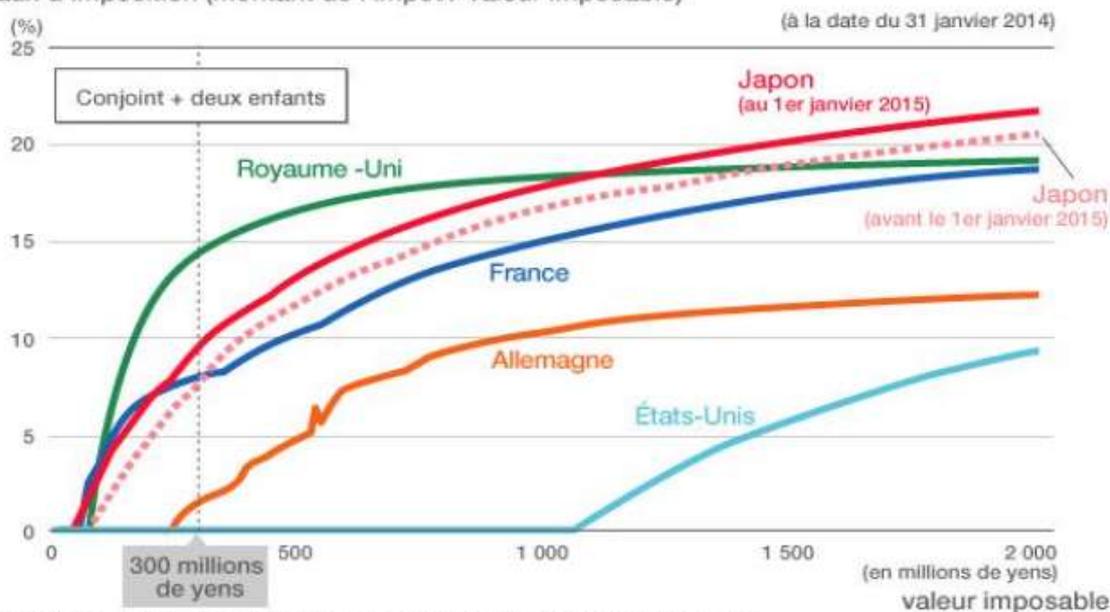
La pression fiscale reste plutôt inférieure à la moyenne OCDE, avec des recettes fiscales globale de l'ordre de 31 % du PIB (niveau à peine supérieur à celui des pays anglo-saxons) : ce faible niveau reste toutefois tiré vers le bas par une tradition d'impôts indirects réduits. Les Japonais montrent peu d'appétence pour la minimisation de leur imposition dans un pays où l'épargne est importante (600 % du PIB circulant en actifs financiers). La politique fiscale est en fait très peu utilisée alors que la dette publique est avant tout financée par une politique monétaire très accommodante (achats massifs d'OAT par la BOJ).

Le taux d'imposition sur les sociétés est dans la moyenne haute de l'OCDE, avec un taux d'IS de 29,97 % et une imposition globale des entreprises de l'ordre de 37 %, si l'on inclut la taxe professionnelle, la taxe sur les résidences et les taxes locales. L'impôt sur le revenu est assez indolore par un mécanisme, ancien, de retenue à la source et progressif (7 tranches) pour un taux d'imposition variant de 5 % à 45 % ; les revenus du capital sont taxés comme des revenus ordinaires. Les plus-values sur cessions (mobilières ou immobilières) sont taxées à 20 % (long terme) et 39 % (court terme).

En revanche, les droits de succession, particulièrement élevés, ont été encore relevés en 2015 – jusqu'à 55 % pour la tranche d'imposition supérieure à 90 MUSD (Graphique).

#### Graphique 2 Poids des droits de succession dans les principaux pays

Taux d'imposition (montant de l'impôt / valeur imposable)



Note : Dans le cas où le conjoint hérite de la moitié et les enfants de parts égales

Created by Nippon.com based on data from Japan's Ministry of Finance.

Graphique élaboré à partir de données du site web du ministère des Finances

nippon.COM

<sup>227</sup> Le Japon est le 6<sup>ème</sup> investisseur mondial mais seulement le 24<sup>ème</sup> récipiendaire d'IDE.

#### 6.4 Le Japon n'échappera pas à un questionnement sur son modèle socio-économique sans qu'on puisse toutefois parler de crise du capitalisme

En dépit d'une tradition d'activisme civique, les Japonais expriment rarement leur mécontentement de manière violente, dans une société où, les « coussins d'amortissement » sont par ailleurs substantiels (solidarité notamment des différents groupes d'appartenance). On recense ainsi peu de mouvements anti-globalisation, dans une société pragmatique, marquée par le plein emploi et une épargne pléthorique, où une décennie de croissance économique a contenté la majorité de la population. De même, la prise de conscience environnementale tarde à émerger car la transition écologique a, jusqu'ici, peu d'impact sur le mode de vie.

Pourtant, le modèle japonais est confronté à plusieurs défis, au premier rang desquels le vieillissement et la crainte du déclin économique – avec un taux de croissance potentielle, dont se rapproche la croissance annuelle, qui peine à dépasser les 0,85 % :

- Les inégalités augmentent désormais plus vite que dans le reste des pays industrialisés, tirées par une dualité du marché du travail, des disparités d'accumulation du patrimoine, le vieillissement, la paupérisation et l'enclavement des campagnes. Le système de formation est aussi remis en question : élite politique et managériale constituée majoritairement d'héritiers, inadaptation des diplômés aux nouvelles attentes du marché du travail, etc.
- Les transformations subies par le marché du travail sont susceptibles, à terme, d'avoir le plus d'impact sur l'évolution du regard de la société<sup>228</sup>.
- La multiplication des scandales ou affaires de corruption au sein des entreprises (Olympus, Toshiba, Kobe Steel, Nissan etc.) ont suscité une forme de désarroi, ou un intérêt pour des discours alternatifs (engouement pour les thèses de T. Piketty, renouveau d'intérêt pour le marxisme...).
- Le Japon n'échappe pas à une crise de la représentation politique<sup>229</sup>. Certains y voient un risque de glissement progressif vers une politique de plus en plus identitaire<sup>230</sup> ou de possibles réactions populistes, fondées sur une vague d'émotion, en cas de choc majeur sur l'économie (catastrophe naturelle d'ampleur par exemple). Le meilleur rempart contre la montée des populismes semble pourtant, paradoxalement, tenir dans une étroite proximité du discours politique dominant avec les valeurs traditionnelles de la population (et un discours récurrent non dénué de populisme...).

---

<sup>228</sup> Assouplissement du travail temporaire, autrefois cantonné à une liste nominative d'activités ; autorisation du contrat à durée limitée (1 à 5 ans) ; développement des emplois irréguliers (37,8 % de la population active en 2018).

<sup>229</sup> Participation électorale, notamment des jeunes, en baisse constante, alors que le paysage politique repose sur un parti dominant; revendications des partis d'opposition souvent cantonnées à l'hyper-centralisme autour de la capitale.

<sup>230</sup> Comme l'a montré la dégradation récente et brutale des relations avec la Corée.

## 7 Royaume-Uni

### 7.1 Un pays ouvert aux capitaux étrangers et une forte attention portée à l'attractivité du territoire

Levée depuis 1979, le RU ne dispose pas d'une législation spécifique de contrôle des mouvements de capitaux. L'ouverture du compte de capital se situe dans la moyenne des pays à haut revenu, et se place au-dessus de celle-ci vis-à-vis des afflux de capitaux étrangers. En l'absence de législation de contrôle des capitaux, le RU ne dispose pas d'une procédure de contrôle spécifique des IDE. Aucune loi de portée générale ne permet au gouvernement d'intervenir dans les opérations de fusions et d'acquisitions, et d'imposer aux investisseurs étrangers des engagements conditionnant la légalité de ces dernières. Trois exceptions sont cependant prévues dans le cadre du « *public interest regime* » : la sécurité nationale, la pluralité des médias et la stabilité financière. Un projet de loi à portée générale concernant le contrôle des investissements étrangers, clairement élaboré sous la pression des investissements chinois par le gouvernement de Th. May, pourrait toutefois être repris par le gouvernement Johnson.

Mise en place en 2012, la campagne « GREAT », dont le budget a atteint 113,5 Md£ en 2018, a pour but de soutenir l'activité économique au Royaume-Uni en attirant des capitaux, des clients, des étudiants et des touristes. Cette campagne de promotion de l'attractivité du territoire aurait eu retour sur investissement de 2,7 Md£ depuis son lancement.

### 7.2 L'intervention de l'État dans la gestion des entreprises est limitée et ses relations avec le secteur privé évoluent

Depuis M. Thatcher et ses vagues de privatisation, le RU défend, à quelques exemptions près comme le NHS, le principe que le marché et les agents privés sont plus efficaces que la puissance publique. Aussi, le gouvernement est traditionnellement peu disposé à intervenir dans l'économie et réticent à venir en aide aux entreprises en difficulté. La stratégie industrielle proposée par Th. May en 2017 constitue un changement de paradigme, en ce qu'elle reconnaît à l'État un rôle-clé dans le soutien et la structuration des secteurs stratégiques. Si l'État continue aujourd'hui de détenir des parts dans des entreprises, la tendance est à la cession de ces dernières (Royal Mail, Eurostar...).

Toutefois, deux secteurs ont contraint le gouvernement britannique à nationaliser ou renationaliser une partie de leurs activités. En effet, l'État est intervenu lors de la crise financière de 2008 pour renflouer les banques Royal Bank of Scotland et Lloyds Banking Group, et plus récemment afin de renationaliser certaines lignes ferroviaires.

Enfin, les pratiques et les modalités d'externalisation ont elles aussi évolué. En effet, si les marchés de partenariat/PPP (*Private Finance Initiative*, PFI et PF2) ont largement été utilisés depuis les années 1990, le gouvernement britannique a tenté de moins y avoir recours avec la crise financière de 2008 et l'augmentation des coûts des financements privés qu'elle a engendré. Mais c'est surtout après la faillite de Carillion (groupe britannique de construction et de services qui gérait plus de 1000 contrats pour différentes administrations britanniques et employait une myriade de sous-traitants), que les contrats PFIs ont été largement remis en question. À la suite d'un rapport très critique de la Cour des Comptes britannique (NAO), le Chancelier de l'Échiquier a annoncé dans le cadre du « Budget 2018 » (LF pour 2019) que les contrats PFIs ne seraient plus utilisés pour conclure de futurs projets. De plus, l'externalisation de services publics – largement utilisée depuis les années 1980 – est devenue nettement moins concurrentielle ces trois dernières années. Si l'État fait appel à des dizaines de milliers de fournisseurs de toute taille, il est de plus en plus dépendant d'une poignée de grands fournisseurs, dont certains sont en grande difficulté financière. Cette situation engendre un risque de contagion des faillites des fournisseurs stratégiques de l'État à leurs sous-traitants situés en aval de la chaîne de valeur, qui rendent le secteur particulièrement systémique (50 000 faillites par an causées par les retards de paiement). De nombreux rapports mettent en lumière une série d'échecs de contrats très médiatisés, dont la sécurité aux Jeux olympiques, les revues de performance de sécurité sociale, les bracelets électroniques des délinquants et la probation, qui se sont traduits par des prestations de qualité médiocre, coûté des millions de livres aux contribuables et entaché

la confiance du public dans les cocontractants de l'État. Le gouvernement semble cependant réticent à adopter une position plus ferme vis-à-vis de ses cocontractants stratégiques en leur imposant des seuils de fonds propres réglementaires puisqu'une telle approche pourrait précipiter leur faillite (*too big to fail*).

Enfin, le gouvernement pourrait prochainement réformer le secteur de l'audit, insuffisamment concurrentiel et faisant régulièrement l'objet de condamnations pour manquement par le régulateur comptable, en le rérégulant (parmi les mesures évoquées la séparation opérationnelle des branches « audit » et « conseil » des cabinets du Big 4 et la création d'une institution indépendante chargée de désigner les auditeurs pour les plus grandes entreprises).

### 7.3 Une économie dépendante sur le secteur financier et hautement financiarisée

En 2018, le secteur financier britannique représentait 6,9 % de l'économie britannique (contre 9 % en 2009). Le secteur est donc le 7<sup>ème</sup> plus important de l'OCDE par sa part de contribution au revenu national<sup>231</sup>. Il représente 1,1 million d'emplois (3,1 % de la population active) et aurait contribué un total de 75,5 Md£ de recettes fiscales en 2019 (10,5 % de l'ensemble des recettes). Malgré sa contribution à l'économie britannique, le rôle du secteur financier est régulièrement critiqué. De par sa taille, celui-ci creuserait les inégalités, absorberait une part démesurée du vivier de talents, et favoriserait l'instabilité financière au détriment de l'économie réelle. La conséquence la plus problématique est sans doute la sur-financiarisation de l'économie. De par la multitude de fonds et autres investisseurs présents au RU, ceux-ci peuvent plus facilement prendre le contrôle des entreprises pour dégager, via des circuits financiers complexes, des bénéfices à court-terme plutôt que de mettre en place une stratégie de long-terme. En réaction, des initiatives voient le jour pour repenser la raison d'être des entreprises au-delà des intérêts des actionnaires<sup>232</sup>.

### 7.4 Les salariés et autres parties prenantes sont peu représentés dans la gestion des entreprises

Le RU réfléchit à mettre en place un système de représentation des salariés dans les CA, mais rien de concret n'a été fait à ce stade. En revanche, les CA des grandes sociétés cotées ont l'obligation de s'entretenir avec les employés afin de prendre connaissance de leurs vues sur les orientations stratégiques à travers : i) la nomination d'un « directeur » désigné parmi les employés (sans droit de vote), ii) la constitution d'un comité consultatif composé d'employés ou iii) la désignation d'un directeur non-exécutif. En outre, les employés doivent être en mesure de porter tout sujet de préoccupation à la connaissance de la direction de manière anonyme. Enfin, les CA des grandes sociétés ont l'obligation de préciser les démarches mises en place pour assurer la prise en compte des intérêts des autres parties prenantes dans le rapport annuel. Les créanciers ne sont pas impliqués dans la gestion des entreprises mais peuvent être sollicités pour organiser le règlement des créances en cas de placement d'une entreprise en difficulté sous contrôle judiciaire. Si les collectivités locales ne sont pas non plus impliquées dans la gestion des entreprises privées, il existe des entreprises créées pour dispenser des services publics détenues et gérées par les collectivités.

### 7.5 La taxation du capital est légère et l'État providence plus circonscrit que ses pairs européens

Le taux de l'IS est de 19 %, le plus faible parmi les pays du G20. Les taux supérieurs de l'IR sont de 40 % pour les revenus entre 50 000 et 150 000 £ et 45 % au-delà. Les taux supérieurs sur les dividendes sont de 32,5 % ou de 38 % en fonction du revenu. L'impôt sur la plus-value est de 28 % pour des gains dans le résidentiel et de 20 % pour les gains sur d'autres actifs, tandis que l'héritage est imposé à 40 % à partir d'une valeur supérieure à 325 000 £. L'IR est la première source des recettes fiscales de l'État, suivi par les contributions sociales et la TVA. L'IS et l'impôt sur les dividendes représentent respectivement 9 % et 5 % des recettes. En 2018-2019, les dépenses publiques s'élevaient à 842 Md£, soit environ 40 % du revenu national. L'État providence britannique est donc moins important que ses pairs européens. La redistribution est également limitée : malgré des niveaux d'inégalités avant impôts similaires à la France

<sup>231</sup> House of Commons Library, *Financial services: contribution to the UK economy*.

<sup>232</sup> The British Academy, *Future of the Corporation*.

ou l'Allemagne, le RU fait partie des pays les plus inégaux de l'UE et de l'OCDE après redistribution<sup>233</sup>.

#### 7.6 La régulation britannique, traditionnellement souple, est basée sur le partenariat entre l'État et les entreprises

Il existe plus de 90 régulateurs au RU, couvrant un large éventail de domaine (transports, eau, électricité, finance...), et dont les objectifs primordiaux sont de garantir la concurrence et de protéger les consommateurs. Ces dernières années, de nombreux régulateurs ont opté pour approche légère, dite « *principles-based* » : après une phase de consultation avec le secteur privé, ceux-ci émettent des directives générales plutôt que des règles contraignantes, laissant ainsi une marge de manœuvre importante aux entreprises pour atteindre les objectifs désignés<sup>234</sup>. Entre 2010 et 2015, le gouvernement Cameron a également supprimé de nombreuses réglementations pour aider les entreprises. Le RU est ainsi devenu le pays de l'OCDE avec la régulation la plus légère<sup>235</sup>. Si celle-ci évoluait néanmoins au sein d'un cadre européen, le *Brexit* pose désormais la question d'une divergence réglementaire entre le RU et l'UE.

#### 7.7 La remise en cause du capitalisme a été éclipsée par le *Brexit* dans le débat politique récent

Les années Cameron, synonymes d'austérité pour rétablir des comptes publics sévèrement déséquilibrés par les besoins de renflouement liés à la crise, non seulement n'ont pas pu répondre au creusement des inégalités et à la détérioration des conditions de vie de certaines catégories (enfants, retraités...) mais les ont parfois augmentés. Le vote en faveur du *Brexit*, s'il s'est nourri de ce mal-être économique, n'apparaît pas tant comme un rejet du capitalisme que comme une sanction contre les élites politiques, perçues comme subordonnées à Bruxelles et donc trop éloignées des maux économiques et sociaux du pays. Tandis que le gouvernement de Th. May s'enlisait dans la gestion du *Brexit*, le parti travailliste a élaboré sous J. Corbyn une remise en question profonde de l'austérité et du capitalisme. Malgré des propositions radicales parfois plébiscitées par la population (renationalisations, refonte de l'État providence, hausse de la taxation du capital...), la position floue du parti sur le *Brexit* et le rejet personnel de J. Corbyn ont coûté les élections de 2019 aux travaillistes. Les conservateurs menés par B. Johnson, promettant « *get Brexit done* » ont ainsi obtenu en 2019 leur majorité parlementaire la plus importante depuis M. Thatcher, mais ils se sont également engagés à relancer les dépenses dans la santé et la police, ainsi que dans les infrastructures pour rééquilibrer le pays, en remettant en question les plafonds stricts de dépenses publiques, rompant ainsi avec une tradition conservatrice de moindre interventionnisme.

---

<sup>233</sup> Rapport du Parlement britannique, *Income Inequality in the UK*.

<sup>234</sup> National Audit Office, *A short guide to regulation*.

<sup>235</sup> OCDE, *Indicators of Product Market Regulation*.

## 8 Singapour

*Très tôt reconnu comme l'un des « dragons asiatiques », Singapour a réussi en deux décennies à se hisser parmi les cinq pays développés d'Asie<sup>236</sup>, et affiche désormais un PIB par tête parmi les plus élevés au monde, à 64 570 USD<sup>237</sup>. Cette indéniable réussite exerce une force de fascination bien réelle sur les pays asiatiques, en particulier la Chine, qui envoie depuis Deng Xiaoping des milliers de cadres en mission de formation chaque année. L'efficacité du capitalisme singapourien doit beaucoup au rôle de l'État, qui consacre une partie très substantielle des ressources du pays à sa politique d'attractivité et de développement technologique. De manière complémentaire, le gouvernement a su conserver une ouverture totale de l'économie, nécessaire à la survie de la petite cité-État. Néanmoins, le capitalisme singapourien reste parmi les moins redistributifs, les individus devant faire face à l'essentiel des dépenses d'éducation, de couverture sociale et de retraites. Par ailleurs, il est particulièrement consommateur en ressources et en énergie.*

La trajectoire de rattrapage de Singapour, déjà un port prospère lors de son indépendance en 1965 mais dont l'essentiel des richesses provenait de sa fonction d'entrepôt colonial (en particulier pour le caoutchouc), est celle d'une remontée rapide des chaînes de valeur, des biens industriels de base (hameçons, moustiquaires) aux plus complexes (semi-conducteurs, chimie), en capitalisant sur le commerce de transit par le détroit de Malacca et en ajoutant les services financiers alors que les marchés se globalisent. Pour un petit territoire de 6 millions d'habitants, il n'aurait pas été possible en si peu de temps d'accumuler autant de savoir-faire et de capitaux, et l'essentiel du modèle économique singapourien repose donc sur l'attraction des investissements et des talents étrangers : 40 000 entreprises internationales, dont 7 000 multinationales, y disposent aujourd'hui de leur siège régional ou mondial, et contribuent à 85 % des brevets d'innovation.

Pour attirer les IDE, Singapour dispose d'un environnement des affaires très attractif (2<sup>ème</sup> au classement *Doing Business* de la Banque mondiale) : (i) une ouverture totale au commerce (aucun droit de douane, un réseau toujours renforcé d'accords de libre-échange, dont le dernier avec l'UE, des infrastructures de qualité mondiale) ; (ii) une sécurité juridique effective, dont en particulier une absence quasi-totale de corruption, grâce à une agence indépendante aux pouvoirs très étendus et répondant directement au Premier ministre, dont la rémunération est très élevée (1,6 M USD) de même que celle des ministres et chefs d'administration ; (iii) une fiscalité faible (taux maximum de l'IS à 17 % et de l'IR à 22 %, pas de taxation de l'héritage, des dividendes et des plus-values).

Néanmoins, ces conditions ne suffiraient pas à garantir la montée en gamme continue de l'économie singapourienne et le réinvestissement d'une partie des profits sur le territoire. Singapour s'est dotée pour cela, et dès son indépendance, d'une très forte vision stratégique (personnifiée par le charismatique premier Premier ministre, LEE Kuan Yew) et surtout d'une capacité à fédérer les acteurs économiques pour sa mise en œuvre, grâce à des moyens considérables, à défaut de marché intérieur. Au cœur du dispositif, l'agence publique EDB (*Economic Development Board*) est chargée de la stratégie d'attractivité et fait office de guichet unique d'accès au marché singapourien, exerçant un leadership sur tous les autres ministères. Elle dispose de moyens considérables : baisse de la fiscalité et franchises d'impôts<sup>238</sup> (jusqu'à l'exemption totale sur une durée de 5 ou 10 ans), octroi préférentiel de terrains, financements de projets de R&D (jusqu'à 35 %), prise en charge des salaires pour l'embauche de personnels singapouriens qualifiés, etc.

Deux fonds souverains parmi les dix plus importants au monde complètent ce dispositif stratégique : GIC et Temasek. Leurs actifs sous gestion, estimés à 440 et 230 Mds USD respectivement, représentent 1,8 fois le PIB. Tous deux cherchent à maximiser les rendements de long terme. GIC est le gestionnaire de fonds du gouvernement alors que Temasek est officiellement indépendant. Néanmoins, ce dernier était

<sup>236</sup> Avec le Japon, la Corée du Sud, Taïwan, et le Brunei, auxquels il fallait ajouter à l'époque Hong Kong et Macao.

<sup>237</sup> En prix courants, 2018 (source : *Banque asiatique de développement, Key Indicators for Asia and the Pacific 2019*).

<sup>238</sup> L'OCDE estime que le taux d'IS moyen est de 7 % pour les entreprises bénéficiant d'un programme de l'EDB.

jusqu'à cette année dirigé par la femme du Premier ministre, HO Ching. GIC est chargé d'investir en dehors de Singapour, principalement sur des actifs financiers, alors que Temasek investit en participation dans des entreprises, à Singapour et à l'étranger, détenant environ 15 % des entreprises du principal indice boursier singapourien STI, et exerçant son mandat d'actionnaire au conseil d'administration<sup>239</sup>.

Ces ressources stratégiques proviennent de l'accumulation des excédents budgétaires réalisés chaque année (notamment grâce à la vente de terrains), ainsi que des émissions de titres du gouvernement et de la cession d'actifs. Selon de nombreux analystes, sous couvert d'anonymat, ces recettes ne suffiraient pas à expliquer l'importance des moyens de l'État singapourien. Une part significative proviendrait d'un prélèvement<sup>240</sup> d'une partie des gains capitalisés de façon obligatoire par les épargnants singapouriens pour leur retraite et leur assurance-santé (épargne qui équivaut à 37 % du salaire).

Le capitalisme singapourien repose sur un choix tacite de société consistant à consacrer une partie très substantielle des ressources du pays à son attractivité et à son développement technologique, alors que les filets de sécurité sociale sont encore très faibles. Le système est peu transparent, et n'accepte surtout aucun débat public<sup>241</sup>. Le niveau de contestation demeurerait néanmoins limité, grâce en particulier à une politique d'accession à la propriété qui a permis à près de 90 % de la population d'être propriétaire de son logement. Il est aujourd'hui en partie remis en cause via les préoccupations sociales, exprimées pour la première fois lors des élections de 2011, alors que les dépenses sont particulièrement faibles : 2,2 % du PIB pour la santé, 2,8 % pour l'éducation (recours quasi obligatoire aux institutions privées) et 1,0 % pour la sécurité sociale (pas d'assurance chômage), selon la Banque asiatique de développement (2017). Le taux d'inégalité mesuré par le coefficient de Gini après taxes et transferts est supérieur à la moyenne des pays de l'OCDE, à 0,356 en 2017. Enfin, le taux de pauvreté relative, à la moitié du salaire médian, était estimé à près de 20 % de la population en 2011 (10-12 % ne seraient pas en mesure de subvenir aux besoins fondamentaux, avec moins de 1 100 USD par mois). Ces préoccupations conduisent le gouvernement à prendre de plus en plus de mesures sociales dans ses budgets, ce qui pourrait amener le modèle capitaliste à la singapourienne à lentement évoluer ces prochaines années.

Enfin, le modèle économique singapourien comporte un coût environnemental élevé, avec des émissions de dioxyde de carbone par habitant de 9,6 tonnes (27<sup>ème</sup> sur 142 pays selon les données de l'IEA/OCDE en 2018), en particulier en provenance des industries pétrolières.

---

<sup>239</sup> Temasek est actionnaire principal dans 12 entreprises cotées : Singapore Airlines (aérien), SingTel (télécommunication), ST Engineering (défense-ingénierie), Sembcorp (services urbains), SATS (services aériens), CapitaLand, CapitaComm et CapitaMall (immobilier), DBS (banque), Ascendas REIT (immobilier), Keppel (énergies), Hutchison Port (infrastructures).

<sup>240</sup> Versement d'un intérêt deux à trois fois plus faible que le taux de retour sur investissement, qui n'est pas public, règles contraignant le retrait des sommes capitalisées...

<sup>241</sup> Le dernier opposant à avoir remis en question la provenance des ressources des fonds souverains, Roy Ngerng, vit aujourd'hui à Taïwan après avoir été poursuivi en justice par le Premier ministre lui-même (et condamné), ainsi que licencié de son emploi.

## 9 Suède

*Les spécificités du capitalisme suédois résident dans la volonté de limiter autant que possible l'influence directe de l'État dans l'activité privée et la présence de grands groupes, dont le capital est sanctuarisé par une poignée de familles depuis des décennies. La zone ne connaît pas de grands mouvements de remise en cause du capitalisme, si ce n'est de manière indirecte à travers l'impératif de préservation de l'environnement ou de l'État-providence, dont il faut souligner qu'il n'est pas perçu comme fondamentalement incompatible avec le capitalisme.*

### 9.1 Le rejet de toute forme de protectionnisme et d'interventionnisme est inscrit dans l'ADN de la Suède et des pays nordiques, qui perçoivent l'ouverture commerciale comme la clé de leur prospérité

Compte-tenu de la taille limitée de leurs économies, la Suède et les pays nordiques dans leur ensemble considèrent les échanges extérieurs comme un relais de croissance indispensable pour le développement de leurs entreprises et un élément essentiel de leur prospérité, garantissant la préservation de leurs États-providence. Traditionnellement, l'État limite autant que possible son champ d'intervention dans ces économies aux secteurs nécessitant des investissements lourds (énergie, transports, mines) ou la mise en œuvre de politiques publiques ciblées (santé, formation, services sociaux) ; tout ce qui est perçu comme de l'interventionnisme ou du protectionnisme fait l'objet d'un rejet partagé par l'État, la classe politique et la société civile.

Le contrôle du compte de capital a été démantelé en Suède dans les années 1980 et n'existe plus nulle part aujourd'hui dans la zone nordique, même si l'Islande a connu jusque récemment un épisode de contrôle des capitaux de 10 ans, après la dernière crise financière de 2008. En matière de contrôle des IDE, la Suède disposait, avant son adhésion à l'UE en 1995, d'une législation limitant toute prise de participation étrangère à un maximum de 20 % dans les entreprises suédoises cotées, mais cette disposition a dû être annulée avec l'entrée dans le marché commun. Plus récemment, la Suède et les nordiques se sont montrés peu enthousiastes concernant le règlement européen sur le filtrage des investissements étrangers, mais ce sujet est une source de préoccupation croissante, notamment sous l'angle de la défense des intérêts stratégiques en Suède, à la suite de tentatives de prises de contrôle d'infrastructures portuaires par des intérêts russes et chinois. Ce prisme pourrait se déporter à l'avenir sur des domaines plus économiques afin de contrer notamment les velléités chinoises sur les industries de pointe et le secteur numérique.

### 9.2 L'État limite autant que possible sa présence au capital des entreprises

Au total, l'État suédois porte des participations partielles ou totales dans 46 entreprises représentant 362 Mds SEK (soit 34 Mds€ ou 7,5 % du PIB) de capitaux propres et 20 Mds SEK (1,9 Md€ ou 0,4 % du PIB) de dividendes versés à l'État en 2018. Il est l'actionnaire unique d'une grande partie d'entre elles, comptant parmi les plus importantes Vattenfall (production et distribution d'électricité), LKAB (mines de fer), SJ (opérateur historique des transports ferroviaires), Sveaskog (gestion et exploitation des ressources forestières), Systembolaget (monopole de distribution de boissons alcoolisées), Svenska Spel (équivalent de la Française des Jeux) etc. Depuis les années 1990, un grand nombre d'entreprises ont été privatisées entièrement ou partiellement (Telia, PostNord, Nordea), ce qui n'a pas été remis en cause par l'alternance politique. Parmi les participations de l'État, deux groupes sont cotées en bourse : Telia, opérateur historique des télécommunications (38 % du capital), et la compagnie aérienne nordique SAS (15 %). De manière générale, l'État suédois ne cherche pas à étendre ses participations et n'intervient pas, hors de très rares exceptions, pour sauver directement des entreprises en difficultés : Nordbanken (devenue par la suite Nordea) et Göta Bank ont été nationalisées en 1992 afin de stopper la crise bancaire, mais pas le constructeur automobile Saab.

### 9.3 La gouvernance des entreprises est marquée par la viscosité du capital des grands groupes, historiquement contrôlé par un petit nombre de familles

Le tissu d'entreprises suédois est principalement composé de PME/TPE et de grands groupes, dont un certain nombre occupent une position de leaders mondiaux dans leurs secteurs d'activité et constituent un moteur pour le commerce extérieur (les 10 premiers exportateurs réalisent un quart des exportations de biens) et l'innovation (les 20 premiers groupes financent plus de 60 % de la R&D privée). La singularité du capitalisme suédois réside surtout dans le fait que la plupart de ces grands groupes sont en grande partie contrôlés par un petit nombre de puissantes familles d'industriels, dont la plupart ont émergé fin XIX<sup>ème</sup> – début XX<sup>ème</sup> siècle – la plus connue d'entre elles étant la famille Wallenberg (Ericsson, Electrolux, Atlas Copco, SKF, EQT, etc.), avant d'être rejointes plus récemment par d'autres familles misant davantage sur le commerce (Ikea, H&M). L'influence de ces familles repose sur l'existence ancienne en Suède d'actions à droits de vote multiple (actions A) parallèlement aux actions à droit de vote simple (actions B) : à l'origine, le rapport pouvait aller de 1 à 1 000 mais il est aujourd'hui limité à 1 à 10 pour les nouvelles actions émises. Ce système permet aux investisseurs de long terme de contrôler le groupe sans pour autant posséder une part significative de son capital, tout en limitant les possibilités de dilution intergénérationnelle du capital.

Au-delà de cette spécificité et en ce qui concerne les autres parties prenantes à la gestion des entreprises, elle se limite à inclure des représentants syndicaux au sein des conseils d'administration : au moins 2 pour les entreprises de plus de 25 salariés et au moins 3 pour celles de plus de 1 000 salariés, conformément à la loi de 1987 sur la représentation des salariés dans l'emploi privé. Un tiers des membres des conseils d'administration sont des représentants du personnel au sein des trois-quarts des entreprises couvertes par cette loi dans la pratique. Ils disposent des mêmes prérogatives que les représentants des actionnaires, exception faite des sujets où un conflit d'intérêt peut exister entre la société et le syndicat. Ils ne peuvent pas être majoritaires au sein du CA, ce qui limite leur pouvoir de décision.

### 9.4 La fiscalité du capital vise à concilier simplicité et attractivité

La Suède a longtemps été le pays de l'OCDE dont les prélèvements obligatoires rapportés au PIB étaient les plus élevés. Depuis les années 1990, les gouvernements successifs ont cherché à réduire cette empreinte, passée de plus de 50 % du PIB en 1990 à 43,7 % en 2018. L'objectif de simplification fiscale a été au cœur de la réforme fiscale dite « du siècle » en 1990-1991 (avec un objectif neutre sur le plan budgétaire), centrée sur un élargissement de la base fiscale (y-compris de la TVA) et une baisse des taux d'IR et d'IS, parallèlement à l'introduction d'une *flat tax* de 30 % sur les revenus du capital – toujours en vigueur aujourd'hui. Le taux d'IS n'a jamais cessé de baisser depuis, selon une logique de « concours de beauté », avec les voisins nordiques notamment, et devrait s'établir à 20,6 % du PIB en 2021, mais avec une base fiscale qui est restée relativement large.

Pendant la décennie 2000, la réduction de la pression fiscale a connu une accélération. Elle s'est d'abord matérialisée par 5 baisses successives de l'IR, dont le taux maximal reste néanmoins élevé puisqu'il peut encore atteindre 57 % pour les revenus les plus élevés (32 % affectés au financement des communes et régions, le reste à l'État). En parallèle, l'impôt sur les successions et les dons a été supprimé en 2005, celui sur la fortune en 2007 (sans susciter d'émoi particulier dans les deux cas) et l'impôt foncier a été transformé en redevance communale en 2008, avec un plafond faible et totalement déconnecté de la valeur des biens dans les principales agglomérations. La charge fiscale reste néanmoins plus forte sur les facteurs de la demande que sur ceux de l'offre, ce qui conduit au développement de stratégies de contournement, visant à transférer une partie de l'assiette de l'impôt sur le revenu, vers celle du capital.

## 9.5 Une absence quasi-totale de remise en cause du capitalisme en Suède et dans la zone nordique

La prospérité de la Suède et la préservation de son État-providence sont perçus comme le résultat même du système capitaliste et il n'existe pas de grand mouvement au sein de la société civile qui remette en cause les fondements du modèle capitaliste (même le parti d'extrême gauche, Vänsterpartiet, réfléchit actuellement à supprimer la mention de l'abolition du capitalisme de son programme).

Trois sujets peuvent néanmoins y être reliés plus indirectement : (i) le débat intense en 2017 sur un possible plafonnement des bénéfices pour les entreprises fournissant des services publics pour le compte de collectivités, après que des écoles ou des centres de soins aient été fermées pour manque de rentabilité ; (ii) la préservation d'un niveau de protection fort pour les salariés, dont certains piliers (en particulier la règle « *Last in, first out* » pour les licenciements) ont été remis en question par le dernier accord de gouvernement entre la gauche et les verts, au pouvoir, et deux partis de centre-droit ; (iii) l'axe le plus évident renvoie aux enjeux du changement climatique dans un pays, et une zone dans son ensemble, qui apparaissent à la pointe en matière de politique environnementale. C'est dans le sillage de l'emblématique Greta Thunberg et du « *flygskam* » (littéralement la « honte de voler ») que se trouvent les germes d'un mouvement de contestation plus affirmé, qui sous-tend une idée de moins/mieux consommer, voire de décroissance, paraissant à première vue peu compatible à long terme avec les largesses des modes de consommation nordiques.

## 10 Suisse

### 10.1 L'action de l'État se concentre sur la définition de conditions cadre favorables aux entreprises

Au regard de ses performances économiques (3<sup>ème</sup> PIB par habitant des pays de l'OCDE en parité de pouvoir d'achat derrière le Luxembourg et l'Irlande, deux pays dont la richesse créée repose en partie sur un effet d'aubaine lié à la fiscalité) la Suisse apparaît comme un modèle ayant réussi simultanément à s'adapter aux exigences du capitalisme et de la concurrence globalisée et à préserver une forte cohésion sociale, le partage primaire de la valeur ajoutée étant plus égalitaire que dans la plupart des pays de l'OCDE.

Pour favoriser la croissance des entreprises et leur expansion internationale, l'action de l'État fédéral se concentre sur deux piliers :

- Mettre en œuvre des conditions cadre les plus favorables possibles pour les entreprises : Un accent fort est mis en particulier sur la stabilité de l'environnement des affaires. Il n'existe pour ainsi dire pas de politique industrielle en Suisse et l'innovation et les activités de recherche sont essentiellement privées (¼ des financements sont étatiques, les services de la Confédération ne menant en propre des activités de recherche que pour 8 % de ces financements publics).
- Assurer l'ouverture aux marchés externes pour les investissements et le commerce non agricole : Le compte de capital de la Suisse est très largement ouvert aux flux financiers internationaux, la Suisse ayant fait de l'attractivité de son territoire un vecteur clé de son développement économique. Il n'existe pas en Suisse de dispositif de contrôle des IDE, la protection des infrastructures nationales dont l'importance est la plus critique étant assurée par d'autres mécanismes, dont la propriété publique et le recours à des concessions. La Suisse a signé 75 accords de libre-échange, dont un avec la Chine.

### 10.2 La présence de l'État actionnaire demeure importante dans les infrastructures de réseau

Le modèle suisse associe en fait une très grande ouverture à la concurrence internationale et au commerce de son secteur des biens industriels et des services échangeables avec un protectionnisme marqué dans le secteur agricole et la préservation d'oligopoles dans les services abrités. Les gouvernements fédéral et cantonaux détiennent ainsi toujours une part importante du capital dans les entreprises de réseau, que ce soit le secteur des transports (ferroviaires notamment), de l'énergie (générateurs et distributeurs) ou même de communication (l'État fédéral contrôle 100 % de la Poste et 51,2 % de l'opérateur Swisscom). Le secteur de la distribution est un duopole (80 % de parts de marché). Pour les organisations internationales comme l'OCDE, cette situation est souvent considérée comme un frein aux gains de productivité dans ces secteurs abrités.

### 10.3 Une régulation très souple du marché du travail et un système de formation qui promeut l'apprentissage assurent le plein emploi

La Suisse est proche du plein emploi depuis 1991 et le taux d'emploi s'y situe aujourd'hui à un niveau (80 %) seulement égalé par l'Islande en Europe. Un fonctionnement flexible du marché du travail explique cette performance : négociations décentralisées des salaires, absence de salaire minimum national, procédures souples d'embauche et de séparation (facilitant l'embauche en CDI), un système d'indemnisation du chômage incitant fortement à la recherche d'emploi, de faibles contraintes sur la durée du travail. Un second facteur souvent mis en avant est la qualité du système de formation professionnelle, qui assure une insertion rapide des jeunes sur le marché du travail.

Concernant la participation de parties prenantes autres que les actionnaires dans la gestion des entreprises, il convient de noter que le droit suisse ne reconnaît pas aux salariés ou à ses représentants un droit de cogestion, exception faite des entreprises publiques. Les syndicats jouent un rôle faible au sein

des commissions d'entreprise (qui sont le seul canal de représentation des salariés dans les entreprises suisses).

#### 10.4 Les prélèvements obligatoires apparaissent comme modestes par rapport à la moyenne de l'OCDE, le facteur travail étant notamment peu taxé

Les prélèvements obligatoires suisses s'élèvent à 27,8 % du PIB en 2016, un niveau sensiblement inférieur à la moyenne de l'OCDE (34,3 %) et à la France (2<sup>ème</sup> rang avec 45,3 %). Le faible taux de prélèvements obligatoires suisse est en grande partie attribuable à l'exclusion des contributions obligatoires aux systèmes de santé et de retraites qui sont sous gestion du secteur privé. Le facteur travail apparaît donc comme peu taxé, l'assurance maladie n'étant par ailleurs pas directement assise sur les revenus salariaux.

Le faible niveau de la fiscalité indirecte est également à relever, le taux standard de TVA n'étant que de 7,7 % (cet impôt ne représente que 12 % des recettes fiscales). L'essentiel des recettes fiscales proviennent par conséquent de la fiscalité directe : l'impôt sur le revenu (31 % des recettes fiscales totales) qui se situe donc à un niveau plutôt élevé, l'impôt sur le bénéfice des sociétés (11 %) et l'impôt foncier (7 %). La taxation des bénéficiaires des sociétés (et des revenus) varie en fonction des cantons, mais le taux de principe demeure à un niveau modeste en règle générale (concurrence fiscale entre cantons).

#### Taux d'imposition des principaux impôts directs dans 3 cantons clés pour l'activité économique suisse (taux combinant le taux fédéral et le taux cantonal)

	Genève	Zurich	Bâle-Ville
Impôt sur les sociétés (taux de principe)	13,49 %	18,19 %	13,04 %
Impôt sur le revenu (taux marginal)	37 %	31,83 %	35,56 %

#### 10.5 Si le modèle économique suisse fait l'objet d'un large consensus de la population, attachée à la valeur travail, les principaux facteurs de risque résident dans un scénario d'éloignement de l'Union Européenne

La Suisse, pays à forte tradition démocratique où des référendums sont tenus une fois par trimestre sur des projets de lois ou des initiatives populaires portant sur la révision de la Constitution, est très attachée à sa souveraineté nationale. Dans ce contexte, les critiques se cristallisent aujourd'hui sur le poids de l'Union européenne et la libre circulation des personnes. Le parti fédéral le plus à droite, l'Union démocratique du centre (UDC), défend les thèses de l'intérêt suisse au conservatisme, notamment des recettes ayant fait le succès passé de l'économie suisse ; ce parti s'oppose en particulier à l'Union européenne, perçue comme exerçant une trop grande influence sur les évolutions de la Suisse ; ayant obtenu environ 30 % des sièges au Conseil national (chambre fédérale représentant le peuple), l'UDC s'oppose systématiquement à tout projet qui pourrait accroître l'influence de l'UE sur la Suisse. Cette opposition radicale à l'Union européenne est le principal facteur de risque, car elle pourrait remettre en cause une source évidente de la prospérité du « capitalisme » suisse, la Suisse participant pour une large part au marché intérieur des biens, des services et des capitaux de l'Union européenne et le pays ayant fortement bénéficié de l'apport d'une main d'œuvre qualifiée en provenance des pays de l'Union.

## Annexe 2 : Estimation des rendements sectoriels en France

Cette annexe présente une modélisation flexible des processus de production par branche permettant d'estimer les rendements d'échelle et les élasticités de substitution entre facteurs de production sur données françaises. Ce travail s'appuie en partie sur la méthodologie de référence de Reynès-Yeddir<sup>242</sup>.

### 1. Motivation

Les rendements d'échelle mesurent l'effet sur la quantité produite d'une augmentation proportionnelle des volumes des facteurs de production. Plus précisément, si l'on considère une fonction de production stylisée de la forme :

$$f(\gamma K, \gamma L) = \gamma^s Q$$

Alors les rendements sont décroissants si  $s < 1$ , constants si  $s = 1$ , croissants si  $s > 1$ . Dans ce dernier cas, la quantité produite augmente plus que la quantité de facteurs ; autrement dit, les coûts diminuent lorsque la production augmente et il existe un effet taille.

La nature des rendements d'échelle a des implications concrètes pour la politique économique, et en particulier la politique industrielle. Par exemple, des rendements d'échelle croissants peuvent engendrer la domination d'un marché par un nombre restreint de firmes en offrant la possibilité aux premiers entrants de devenir de plus en plus efficaces au fur et à mesure qu'ils produisent. Ils peuvent ainsi justifier la protection temporaire pour faire émerger une industrie nationale capable de concurrencer à terme les entreprises industrielles des pays leaders.

### 2. Modèle

L'estimation des rendements d'échelle sectoriels nécessite l'estimation d'une fonction de production. Les fonctions de production les plus compactes (Cobb-Douglas, Constant Elasticity of Substitution – CES, cf. encadré A2.1), caractéristiques des modèles macroéconométriques (comme Mésange<sup>243</sup> au Trésor qui s'appuie sur une technologie CES), ne sont pas retenues ici, car elles imposent trop de restrictions sur la technologie. Ces fonctions de production supposent en particulier :

- que le niveau des rendements d'échelle est invariant, *i.e.* indépendant du progrès technique, des prix des facteurs et du niveau de la production ;
- que les substitutions entre facteurs sont contraintes : ou bien unitaire en Cobb-Douglas ou bien constante et commune entre tous les facteurs en CES.

En parallèle, les microéconomistes théoriciens<sup>244</sup> ont introduit des formes flexibles de fonction de production qui reposent sur une approximation locale de second ordre en série de Taylor de fonction de production quelconque. Nous utilisons ici la forme flexible la plus courante, *i.e.* la fonction de production dite « *translog* » (cf. encadré A2.1) à 4 facteurs de production : capital, travail, énergie, autres consommations intermédiaires.

<sup>242</sup> Reynès F., Y. Yeddir (2009), "Substituabilité des facteurs et rendements d'échelle sectoriels en France : une estimation par une fonction de coût flexible", *Document de Travail de l'OFCE*, n° 2009-37.

<sup>243</sup> Dufernez A.-S. *et al.* (2017), "Le modèle macroéconométrique Mésange : réestimation et nouveautés", *Document de travail DG Trésor*, n° 2017/04.

<sup>244</sup> En particulier les travaux de D. Jorgenson au début des années 1970.

### Encadré A2.1 : Les fonctions de production les plus utilisées

Le volume de la production dépend de la combinaison de facteurs de production qui peut prendre des spécifications diverses. Les trois spécifications les plus communes sont présentées ici par ordre chronologique d'apparition dans la littérature.

(i) *Cobb-Douglas*<sup>245</sup>

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$$

avec les paramètres  $\alpha$  et  $1 - \alpha$  les parts distributives du capital et du travail dans le revenu national. Dans cette version, les rendements d'échelle sont constants, ce qui est cohérent avec ce que trouvent Cobb et Douglas sur données américaines au milieu du 20<sup>e</sup> siècle.

(ii) CES<sup>246</sup>

$$Y = A[aK^\gamma + (1-a)L^\gamma]^{\frac{1}{\sigma}}$$

avec  $\gamma = \frac{\sigma-1}{\sigma}$  avec  $\sigma$  l'élasticité de substitution capital-travail (unitaire en Cobb-Douglas),  $a$  un paramètre de distribution du revenu.

(iii) Translog<sup>247</sup>

$$\log Y = b_0 + \sum_{i=1}^n b_i \log X_i + 0,5 \sum_{i=1}^n \sum_{i'=1}^n b_{ii'} \log X_i \log X_{i'}$$

avec  $b_i = \frac{d \log Y}{d \ln X_i}$  et  $b_{ij} = \frac{d^2 \log Y}{d \ln X_i d \ln X_j}$ . Il s'agit d'une approximation de Taylor de second ordre du logarithme d'une fonction de production quelconque à  $i$  facteurs en quantités  $X_i$  (autour de  $X_i = 1$ ).

Plus précisément, nous estimons une fonction de coût *translog*, qui permet d'obtenir facilement les rendements d'échelle sectoriels à partir des coefficients estimés. Le principe de dualité dans la théorie microéconomique du producteur<sup>248</sup> implique en effet que la fonction de coût contient la même information que la fonction de production.

Soit  $C^j$  le coût total de production dans la branche  $j$ , soit  $P_i^j$  le prix du facteur  $i$  dans la branche  $j$ , soit  $Y^j$  la production totale dans la branche  $j$ , soit  $X_i^j$  le volume du facteur  $i$  utilisé dans la branche  $j$ , soit  $t$  le temps (proxy du progrès technique), le modèle s'écrit en panel :

$$\begin{aligned} C_t^j &= \sum_i P_{it}^j X_{it}^j = C^j(P_{it}^j, Y_t^j, t) \\ \ln(C_t^j) &= \sum_j \text{dummy}_j b_j + \sum_i b_i \ln P_{it}^j \\ &+ 0,5 * \sum_i \sum_{i'} b_{ii'} \ln P_{it}^j \ln P_{i't}^j + \sum_i b_{iY} \ln P_{it}^j \ln Y_t^j + \sum_i b_{it} t \ln P_{it}^j + \sum_j \text{dummy}_j b_{Yj} \ln Y_t^j \\ &+ 0,5 * b_{YY} \ln Y_t^j \ln Y_t^j + b_{Yt} t \ln Y_t^j + \sum_j \text{dummy}_j b_{jt} t + 0,5 * b_{tt} t^2 + u_t^j \end{aligned}$$

<sup>245</sup> Cobb C. et P. Douglas (1928), "A Theory of Production Function", *American Economic Review*.

<sup>246</sup> Arrow K., H. Chenery, B. Minhas et R. Solow (1961), "Capital-labor Substitution and Economic Efficiency", *Review of Economics and Statistics*, vol. 43 (3), pp. 225-250.

<sup>247</sup> Christensen L., D. Jorgenson et L. Lau (1973), "Transcendental Logarithmic Production Frontiers", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 55 (1), pp. 28-45.

<sup>248</sup> Varian H. (2008), *Analyse microéconomique*, Editions De Boeck.

Le coefficient d'intérêt est le coefficient  $b_{Yj}$  qui est l'élasticité du coût total à la production et permet de reconstituer les rendements d'échelle (cf. *infra*). Ce coefficient est autorisé à varier en fonction de la branche considérée<sup>249</sup>. Sont également autorisés à varier en fonction de la branche le progrès technique (et par définition les effets fixes).

Lors de l'estimation, nous imposons les contraintes suivantes afin que la fonction de coût soit compatible avec la théorie microéconomique du producteur, notamment l'homogénéité de degré 1 de la fonction de coût aux prix (i.e. si tous les prix des facteurs sont doublés, le coût total l'est aussi car la composition factorielle optimale demeure identique).

$$\sum_i b_i = 1; \sum_i b_{ii'} = \sum_i b_{iY} = \sum_i b_{it} = 0; b_{ii'} = b_{i'i}.$$

Enfin, nous estimons l'équation de coût ci-dessus conjointement aux équations dites de parts distributives pour gagner en précision dans l'estimation des coefficients<sup>250</sup>. D'après le lemme de Shephard<sup>251</sup>, la part distributive de chaque facteur vaut :

$$S_{it} = \frac{P_{it} X_{it}}{C_t} = \frac{P_{it}}{C_t} \frac{\partial C_t}{\partial P_{it}} = \frac{\partial \ln C_t}{\partial \ln P_{it}} = b_i + \sum_{i'} b_{ii'} \ln P_{i't} + b_{iY} \ln Y_t^j + b_{it} t$$

### 3. Données

Les variables décrivant les 4 facteurs de production sont obtenues à fréquence annuelle entre 1978 et 2017 de la façon détaillée ci-après. Toutes les variables proviennent des comptes nationaux annuels de l'Insee, à l'exception du taux d'intérêt long de source OCDE.

$Y^j$  est la production en volume de la branche  $j$ .

$K^j$  est le stock de capital net fixe en volume de la branche  $j$ .

$P_L^j L^j$  est la rémunération totale des salariés par branche.

$P_E^j E^j$  est la consommation intermédiaire en énergie par branche (l'énergie recouvre ici les consommations intermédiaires en cokéfaction raffinage et en électricité-gaz).

$P_{CI}^j C^j$  est la consommation intermédiaire hors énergie par branche.

$P_K^j$  est le coût du capital de la branche  $j$ . Il est déterminé par<sup>252</sup> :

$P_{Kt}^j = P_{It}^j * (r_t + \delta_t^j - \Delta P_{It}^j)$  avec  $P_{It}^j$  le prix de formation brute de capital fixe par branche,  $r_t$  le taux d'intérêt à 10 ans,  $\delta_t^j$  le déclassement du capital déterminé par<sup>253</sup> :

$$\delta_t^j = (K_t^j - K_{t+1}^j + I_t^j) / K_t^j.$$

$P_L^j$  est le prix du travail soit le rapport entre la rémunération totale des salariés et la production en volume.

$P_E^j$  est le prix des consommations intermédiaires en énergie par branche.

<sup>249</sup> Pour les coefficients autorisés à varier en fonction de la branche,  $j-1$  dummies sont introduites.

<sup>250</sup> En effet, le système contient plus d'informations sur les relations entre les variables pour un nombre de paramètres à estimer qui ne varie pas.

<sup>251</sup> Varian H. (2008), *Analyse microéconomique*, Editions De Boeck.

<sup>252</sup> Il s'agit de l'équation de Jorgenson de coût d'usage du capital. Elle se démontre par absence d'opportunité d'arbitrage entre un placement financier et un investissement productif.

<sup>253</sup> Il s'agit de l'équation d'accumulation du capital présente par exemple dans un modèle de croissance à la Solow.

$P_{CD}$  est le prix de la cokéfaction raffinage (branche CD) et  $P_{DZ}$  le prix de l'électricité-gaz (branche DZ).

$$P_E^j = \frac{E_{CD}^j}{E_{CD}^j + E_{DZ}^j} * P_{CD} + \frac{E_{DZ}^j}{E_{CD}^j + E_{DZ}^j} * P_{DZ}$$

Avec  $P_{CD} = \frac{M_{CD}}{M_{CD} + Y_{CD}} * P_{CD}^M + \frac{Y_{CD}}{M_{CD} + Y_{CD}} * P_{CD}^Y$  et formule similaire pour  $P_{DZ}$  (i.e. somme pondérée des prix de production  $P^Y$  et des prix d'importation  $P^M$  de cette énergie).

$P_{CI}^j$  est le prix des consommations intermédiaires hors énergie par branche, soit le rapport entre les consommations intermédiaires hors énergie par branche en valeur et en volume. Le volume est obtenu en soustrayant à la consommation intermédiaire en volume totale par branche la consommation intermédiaire en énergie en valeur déflatée par le prix sectoriel de l'énergie  $P_E^j$ .

## 4. Résultats sur les rendements d'échelle

Les paramètres du système composé de l'équation de coût et des équations de parts distributives ont été estimés par la méthode SUR<sup>254</sup> sur 14 branches entre 1978 et 2017. L'équation de coût a une très bonne capacité prédictive<sup>255</sup>. Les parts distributives des facteurs implicites au modèle respectent également l'ordre de grandeur et la hiérarchie des parts observées ; l'hypothèse de monotonie de la fonction de coût est par ailleurs respectée car les parts sont positives.

Il vient de la fonction de coût utilisée que les rendements d'échelle sectoriels sont égaux à l'inverse de l'élasticité du coût à la production.

$$(RE^{-1})_t^j = b_Y^j + b_{YY} \ln Y_t^j + \sum_i b_{iY} \ln P_{it}^j + b_{Yt} t$$

**Tableau A2.1 : Résultats sur les rendements d'échelle**

	$RE^j$ 2017	$RE^j$ 1978
Matériels de transport	1,0	0,9
Bois-papier	0,8*	0,8
Chimie	1,0	1,0
Caoutchouc-plastique	1,0	1,0
Métallurgie	0,8*	0,9
Construction	1,0	1,0
Agriculture	1,5*	1,5
Agroalimentaire	1,0	1,0
Autres industries	1,1*	1,1
Électrique-électronique	0,9*	0,8
Services non marchands	0,7*	0,7
Commerce-hébergement	1,3*	1,2
Services TIC	0,9	0,8
Services aux entreprises	1,0	0,9

Note de lecture : les coefficients étoilés en 2017 sont significativement différents de l'unité (test de Wald). Pour les autres coefficients, l'hypothèse de rendements sectoriels constants en 2017 ne peut être rejetée à tous les seuils.

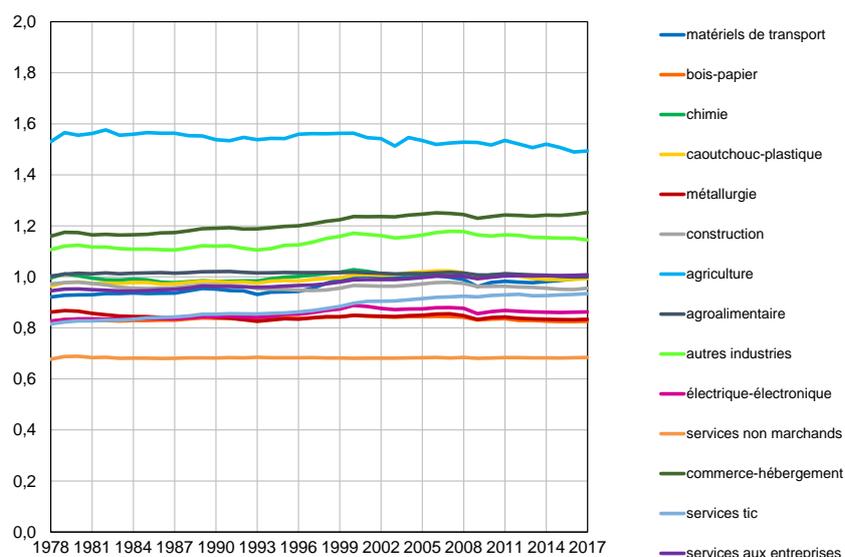
<sup>254</sup> *Seemingly Unrelated Regression*. Cette méthode mise au point par A. Zellner (1962) permet de corriger de la corrélation contemporaine des erreurs entre les équations du système (et de l'hétéroscédasticité). Cette méthode est ici mobilisée car les erreurs des équations de parts distributives – sommant à 1 – sont mécaniquement corrélées.

<sup>255</sup> Les résultats complets de l'estimation sous EViews sont disponibles sur demande.

La nature des rendements d'échelle varie selon les secteurs économiques considérés (Graphique A2.1). Les rendements d'échelle seraient constants dans la moitié des branches considérées. Précisément, ils seraient constants dans la plupart des branches industrielles, la construction et les services TIC et les services aux entreprises, croissants dans l'agriculture, les autres industries manufacturières et le commerce-hébergement et décroissants dans certaines branches industrielles (bois, métallurgie, électrique-électronique) et les services non marchands.

L'estimation confirme que les rendements d'échelle par secteur ne sont pas invariants dans le temps : le test de nullité jointe  $b_{YY} = b_{iY} = b_{Yt} = \mathbf{0}$  est rejeté à tous les seuils. Les rendements d'échelle seraient caractérisés par une tendance légèrement haussière depuis le début des années 1990 dans certaines branches.

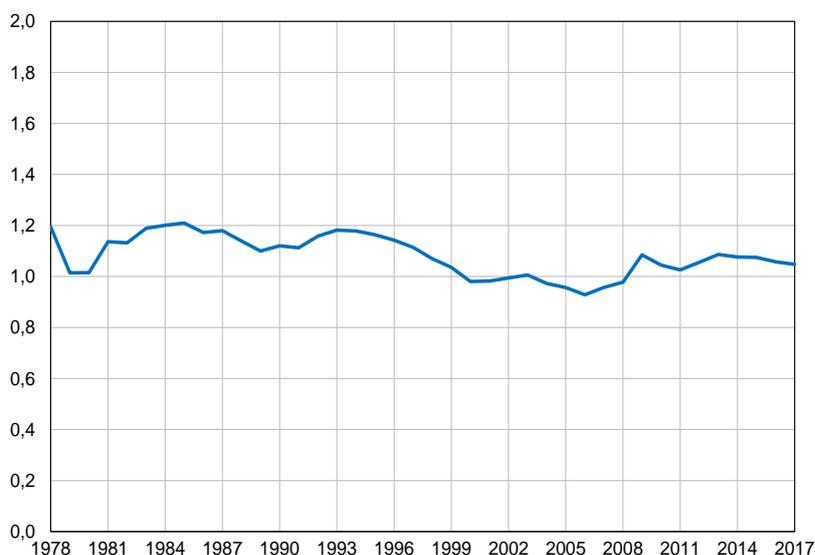
**Graphique A2.1 : Rendements d'échelle sectoriels estimés**



Source : Estimations de la DG Trésor.

Répliquée sur données agrégées, l'analyse montre que l'économie marchande dans son ensemble est également caractérisée par des rendements constants (Graphique A2.2).

**Graphique A2.2 : Rendements d'échelle estimés sur l'économie marchande agrégée**



Source : Estimations de la DG Trésor.

## Annexe 3 : Élasticités de substitution entre facteurs de production

L'estimation de la fonction de coût *translog* permet également de déduire les élasticités de substitution entre les 4 facteurs de production mobilisés : capital, travail, énergie, autres consommations intermédiaires (Annexe 2). L'élasticité de substitution quantifie la variation de la quantité relative d'un facteur de production dans la combinaison productive suite à une variation de la productivité marginale relative d'un autre facteur (*i.e.* de son prix relatif), le tout à production constante. Dans un cadre à  $n > 2$  facteurs, elle est ici mesurée de la façon suivante<sup>256</sup> :

$$ES_{i,i'} = \frac{\partial \ln \left( \frac{X_i}{X_{i'}} \right)}{\partial \ln \left( \frac{P_i}{P_{i'}} \right)} = \frac{\partial \ln(X_i)}{\partial \ln(P_{i'})} - \frac{\partial \ln(X_{i'})}{\partial \ln(P_{i'})}$$

Le premier terme de la décomposition est l'élasticité-prix croisée entre *i* et *i'* et le second l'élasticité-prix directe de *i'*. Ces élasticités peuvent être réécrites de la façon suivante<sup>257</sup> :

$$ES_{i,i'} = \frac{b_{ii'} + S_i S_{ii'}}{S_i} - \frac{b_{ii'} + S_{ii'}^2 - S_{ii'}}{S_{ii'}}$$

Des élasticités de substitution quasi nulles ou négatives traduisent des complémentarités entre les facteurs de production.

Sont obtenues les élasticités de substitution suivantes :

**Tableau A3.1 : Élasticités de substitution estimées en France sur la période 1978-2017**

	E/K	K/E	E/L	L/E	E/CI	CI/E	K/L	L/K	K/CI	CI/K	L/CI	CI/L
Matériels de transport	-0,6	1,6	-3,3	1,6	6,4	1,9	-1,0	0,8	1,9	1,3	0,2	-0,6
Bois-papier	0,8	1,0	-0,7	1,1	2,4	1,3	-0,8	1,0	2,4	1,4	0,5	-0,1
Chimie	1,1	0,8	-0,6	0,9	1,3	1,1	-1,3	0,8	2,3	1,4	0,2	-0,7
Caoutchouc-plastique	0,7	1,0	-0,7	1,1	2,6	1,3	-0,7	1,0	2,4	1,4	0,5	0,0
Métallurgie	0,8	1,0	-0,6	1,1	2,3	1,3	-0,8	1,0	2,4	1,4	0,4	-0,2
Construction	0,3	1,1	-1,5	1,4	4,3	1,6	-1,2	1,2	3,3	1,5	0,6	0,0
Agriculture	0,7	1,1	-1,7	0,9	2,1	1,2	-1,4	0,5	1,5	1,2	-0,2	-1,3
Agroalimentaire	0,4	1,1	-2,0	1,3	4,0	1,5	-1,7	0,9	2,9	1,5	0,1	-0,7
Autres industries	-1,3	1,9	-3,9	2,1	9,2	2,3	-0,7	1,1	2,7	1,5	0,6	0,1
Électrique-électronique	-0,5	1,6	-2,7	1,6	6,1	1,8	-0,4	0,8	1,7	1,3	0,4	-0,2
Services non marchands	-0,6	1,3	-2,4	1,4	6,4	1,7	-0,6	0,7	2,8	1,2	0,8	0,1
Commerce-hébergement	-0,5	0,9	-2,5	1,0	6,5	1,2	-0,6	1,0	2,5	1,4	0,5	0,1
Services TIC	-0,7	1,1	-2,7	1,2	6,9	1,4	-0,6	0,8	2,5	1,3	0,5	0,1
Services aux entreprises	-0,8	1,4	-2,9	1,5	7,2	1,7	-0,6	0,8	2,5	1,3	0,6	0,1

Note : Sont grisés les facteurs complémentaires (élasticité strictement inférieure à 0,5).

<sup>256</sup> Il s'agit de l'élasticité de substitution dite de Morishima qui étend les propriétés de substitution de 2 facteurs à  $n$  facteurs. Pour une démonstration, cf. C. Blackorby, R. Russell (1989), "Will the real elasticity of substitution please stand up?", *American Economic Review*, vol 79 (4), pp. 882-888.

<sup>257</sup> Pour une démonstration, cf. H. Biswanger (1974), "A Cost Function Approach to the Measurement of Elasticities of Factor Demand and Elasticities of Substitution", *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 56 (2), pp. 377-386.

Ce tableau appelle quelques commentaires :

- Le couple énergie/capital serait partiellement substituable avec une sensibilité particulière de la quantité de capital aux variations du prix de l'énergie (colonne K/E).
- L'élasticité de substitution énergie/travail serait asymétrique : l'énergie serait complémentaire au travail dans la plupart des branches mais le travail serait substituable à l'énergie.
- La substitution travail/capital serait quasiment unitaire et asymétrique. Lorsque le prix du capital diminue, le facteur travail diminue fortement, quasiment de un pour un.

Réestimées sur différentes sous-périodes, ces élasticités restent remarquablement stables (Tableaux A3.2 et A3.3).

**Tableau A3.2 : Élasticités de substitution estimées en France sur la période 1980-1989**

	E/K	K/E	E/L	L/E	E/CI	CI/E	K/L	L/K	K/CI	CI/K	L/CI	CI/L
Matériels de transport	-0,1	1,4	-2,1	1,5	4,9	1,7	-0,7	0,9	2,0	1,3	0,4	-0,3
Bois-papier	0,8	1,0	-0,7	1,1	2,5	1,3	-0,9	1,0	2,5	1,4	0,5	-0,1
Chimie	1,1	0,8	-0,5	0,9	1,3	1,1	-1,2	0,9	2,3	1,4	0,2	-0,6
Caoutchouc-plastique	0,8	1,0	-0,5	1,1	2,6	1,3	-0,7	1,1	2,5	1,4	0,6	0,1
Métallurgie	0,9	0,9	-0,5	1,0	2,0	1,2	-0,8	1,0	2,4	1,4	0,4	-0,2
Construction	0,6	1,0	-1,0	1,3	3,4	1,4	-1,0	1,1	2,9	1,5	0,6	0,0
Agriculture	0,7	1,1	-2,0	0,9	2,1	1,2	-1,6	0,4	1,4	1,2	-0,4	-1,6
Agroalimentaire	0,2	1,2	-2,4	1,3	4,4	1,6	-1,7	0,9	2,7	1,4	0,1	-0,8
Autres industries	-0,7	1,6	-2,9	1,8	7,2	2,0	-0,7	1,1	2,7	1,5	0,6	0,1
Électrique-électronique	-0,2	1,5	-2,2	1,5	5,2	1,7	-0,5	0,9	1,8	1,3	0,4	-0,2
Services non marchands	0,1	1,4	-1,1	1,4	4,2	1,7	0,2	1,0	1,6	1,5	0,8	0,0
Commerce-hébergement	0,9	0,9	0,0	1,1	1,9	1,3	-0,3	1,1	2,2	1,4	0,7	0,2
Services TIC	0,4	1,2	-0,7	1,3	3,2	1,4	-0,1	1,0	1,9	1,4	0,7	0,2
Services aux entreprises	0,0	1,4	-1,3	1,4	4,4	1,6	0,0	1,0	1,8	1,3	0,7	0,2

Note : Sont grisés les facteurs complémentaires (élasticité strictement inférieure à 0,5).

**Tableau A3.3 : Élasticités de substitution estimées en France sur la période 2010-2017**

	E/K	K/E	E/L	L/E	E/CI	CI/E	K/L	L/K	K/CI	CI/K	L/CI	CI/L
Matériels de transport	-0,8	1,8	-4,0	1,7	7,1	2,0	-1,4	0,6	1,9	1,3	-0,1	-1,0
Bois-papier	0,9	0,9	-0,5	1,0	2,1	1,2	-0,9	1,0	2,5	1,4	0,4	-0,2
Chimie	1,1	0,8	-0,7	0,9	1,3	1,1	-1,4	0,8	2,3	1,4	0,1	-0,8
Caoutchouc-plastique	0,8	1,0	-0,6	1,1	2,3	1,3	-0,8	1,0	2,4	1,4	0,5	-0,1
Métallurgie	0,8	0,9	-0,7	1,1	2,3	1,3	-0,9	1,0	2,4	1,4	0,4	-0,2
Construction	0,2	1,1	-1,9	1,5	5,0	1,7	-1,6	1,3	3,9	1,7	0,5	0,0
Agriculture	0,8	1,0	-1,3	0,9	1,9	1,2	-1,1	0,6	1,5	1,2	-0,1	-1,0
Agroalimentaire	0,7	0,9	-1,5	1,1	3,1	1,4	-1,9	1,0	3,3	1,5	0,2	-0,6
Autres industries	-1,2	1,9	-3,8	2,1	8,8	2,2	-0,7	1,1	2,6	1,4	0,6	0,1
Électrique-électronique	-0,3	1,6	-2,4	1,5	5,5	1,8	-0,4	0,8	1,6	1,3	0,4	-0,2
Services non marchands	-0,2	1,5	-1,5	1,6	5,1	1,8	0,2	1,0	1,8	1,5	0,8	0,1
Commerce-hébergement	0,9	0,9	-0,2	1,1	2,2	1,3	-0,5	1,1	2,4	1,4	0,7	0,1
Services TIC	0,4	1,2	-0,9	1,2	3,3	1,4	-0,1	0,9	1,6	1,3	0,6	0,0
Services aux entreprises	-0,3	1,5	-2,0	1,6	5,7	1,8	-0,2	1,0	1,9	1,4	0,7	0,1

Note : Sont grisés les facteurs complémentaires (élasticité strictement inférieure à 0,5).