

## Flash Economie

6 mai 2020 - 548

## Comment passer à un « nouveau capitalisme » ?

On peut s'interroger sur quatre points essentiels si on veut réfléchir à la transition vers un « nouveau capitalisme » :

- La vision du capitalisme de M. Friedman est loin d'être simpliste, il ne faut pas la caricaturer. Dans cette vision, l'entreprise maximise les profits pour les actionnaires, mais l'Etat intervient pour assurer une éducation, un système de santé, une redistribution des revenus convenables. Il y a simplement partage des tâches entre l'Etat et les entreprises, mais l'Etat peut taxer, réglementer, inciter les entreprises. Il faut donc se demander pourquoi cette vision du capitalisme a échoué.

- Les désordres créés par le capitalisme contemporain ont comme origine centrale et essentielle le niveau anormalement élevé de la rentabilité exigée du capital pour l'actionnaire. Il en résulte les délocalisations, les rachats d'actions, le partage des revenus au détriment des salariés, l'utilisation d'énergies fossiles peu chères, la concurrence fiscale, la reconstitution de monopoles... Ces évolutions sont défavorables du point de vue de la morale, de l'éthique, mais aussi de l'efficacité économique : destruction d'emplois industriels et d'industries stratégiques dans les pays de l'OCDE, instabilité financière, insuffisance de la demande et déficits publics, dérèglements climatiques, fiscalité inacceptable, rentes de monopole.

- Il faut donc maintenant réinternaliser toutes ces externalités (sociales, financières et économiques, climatiques) générées par le comportement des entreprises. Il apparaît ici d'abord un rôle des entreprises, de leurs instances dirigeantes (les Conseils d'Administration doivent assurer l'acceptabilité sociale de l'entreprise), et un rôle des Etats. Les Etats ne peuvent pas déléguer aux entreprises tout le respect des objectifs sociaux, économiques, environnementaux, et doivent mettre en place les bonnes incitations et les bonnes politiques, par exemple prix du CO<sub>2</sub>, bonus-malus sur les licenciements, politique des revenus, soutien aux énergies renouvelables, aux industries stratégiques, politique de la concurrence...

- Le rôle de la finance soulève deux questions : d'abord, pourquoi l'objectif de rentabilité des fonds propres est-il aussi élevé ? Les épargnants de base (les ménages) ont besoin d'une épargne essentiellement à long terme et ne demandent pas un rendement colossal de leur épargne. Mais les gérants d'actifs sont en concurrence à court terme pour les parts de marché, ce qui aboutit à l'équilibre à une exigence de rentabilité forte permanente. Il faudrait donc modifier l'économie industrielle de la finance, par exemple en allongeant la durée des placements, en les rendant moins liquides. Ensuite, la finance va devoir financer la transition des entreprises. On ne peut pas exiger des entreprises de passer instantanément à un score ESG élevé, il faut les accompagner dans cette évolution par des financements conditionnels, liés aux progrès (climat, social, gouvernance) réalisés.

Au total, on voit les pistes ouvertes : internaliser toutes les externalités générées par les entreprises avec un mélange de réglementations, d'incitations, de volonté spontanée des entreprises, de financements conditionnels, de réforme des produits de gestion d'actifs. Après la crise du coronavirus, les entreprises seront affaiblies. Il n'est pas sûr qu'elles accueillent avec enthousiasme de nouvelles règles, de nouvelles contraintes, et il peut y avoir conflit entre les souhaits des entreprises et ceux des opinions et des gouvernements.

**Patrick Artus**  
Tel. (33 1) 58 55 15 00  
[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)  
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

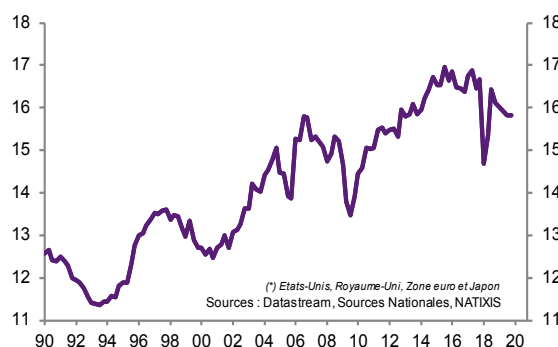
[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Pourquoi le « capitalisme de M. Friedman » est un échec

Le « capitalisme de M. Friedman » ne doit pas être caricaturé.

Dans cette vision du capitalisme, **l'entreprise maximise les profits pour les actionnaires (graphique 1), mais l'entreprise est confrontée à des contraintes, des incitations, des réglementations mises en place par l'Etat**, car l'Etat, dans cette vision, doit assurer un service public de qualité d'éducation, de santé, doit organiser la redistribution des revenus.

Graphique 1  
OCDE\* : profits après taxes, intérêts et avant dividendes (en % du PIB valeur)



Il y a donc **séparation des tâches entre les entreprises** (qui maximisent les profits pour les actionnaires) **et les Etats** (qui peuvent taxer, réglementer, mettre en place des incitations). **Cette organisation aurait pu être efficace, mais elle ne l'a pas été**, on le sait et on va le voir. Pourquoi ?

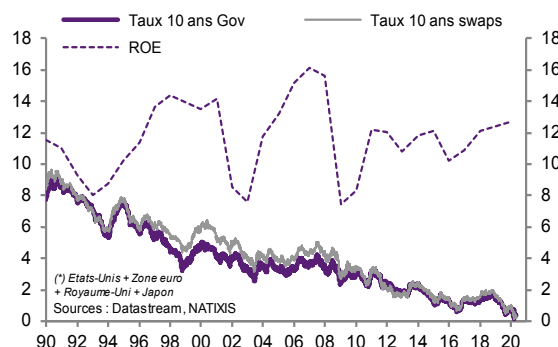
Probablement les Etats n'ont pas été suffisamment courageux pour réglementer correctement ; il y a eu « capture » des régulateurs et des Etats par les grandes entreprises ; les Etats ont été mis en concurrence pour attirer les entreprises, et ont donc dû déréguler. Le capitalisme « néo-libéral » a alors conduit à de fortes inefficacités.

## Le rendement exigé des fonds propres et l'inefficacité économique du capitalisme « néo-libéral »

Nous pensons qu'on peut **expliquer l'essentiel des désordres** créés par le capitalisme « néo-libéral » mis en place depuis la fin des années 1970 **par une exigence anormalement élevée de rentabilité du capital pour l'actionnaire** (de ROE).

Le **graphique 2** montre **l'écart croissant et devenu très important entre le ROE et le taux d'intérêt à long terme sans risque**.

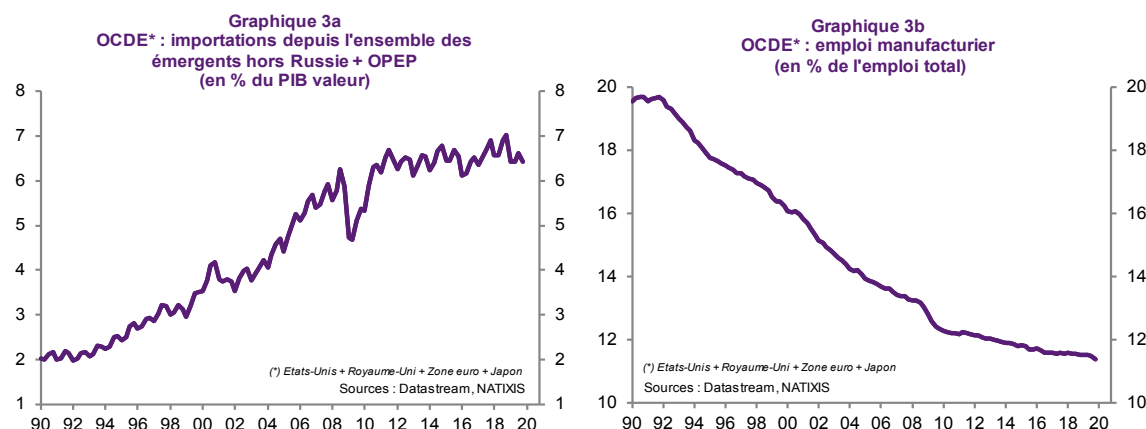
Graphique 2  
OCDE\* : ROE, taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux 10 ans swaps (en %)



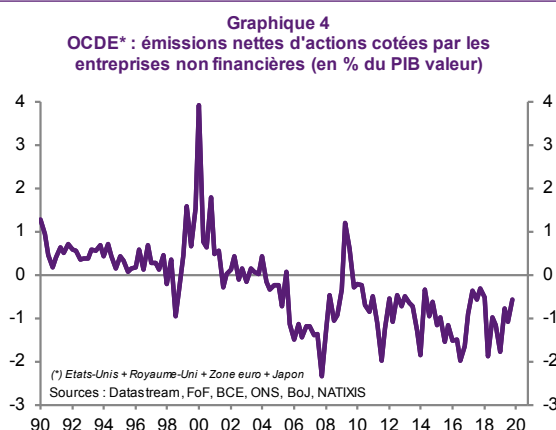
Cet écart ne peut que partiellement s'expliquer par la hausse effective du risque d'entreprise ; il vient surtout d'une exigence plus forte de rendement du capital, corrigé du risque.

**Le niveau très élevé du ROE explique :**

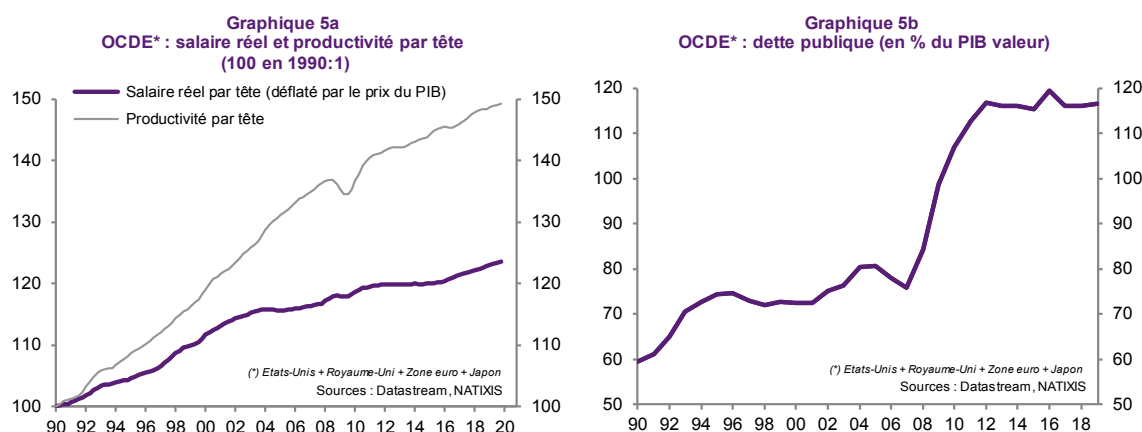
- les délocalisations vers les pays émergents à coûts salariaux faibles (graphique 3a), qui entraînent la perte d'industries stratégiques, les pertes d'emplois industriels (graphique 3b) ;



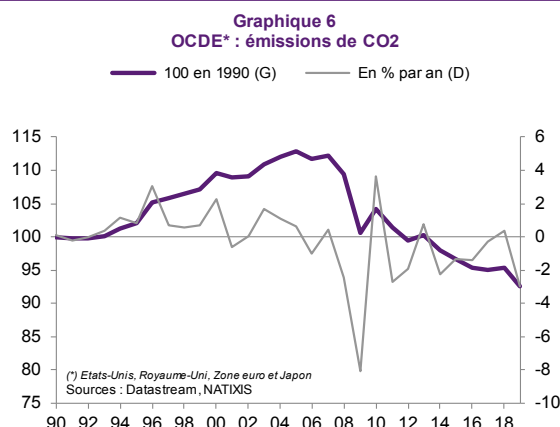
- les rachats d'actions financés par l'endettement (graphique 4), donc l'instabilité financière ;



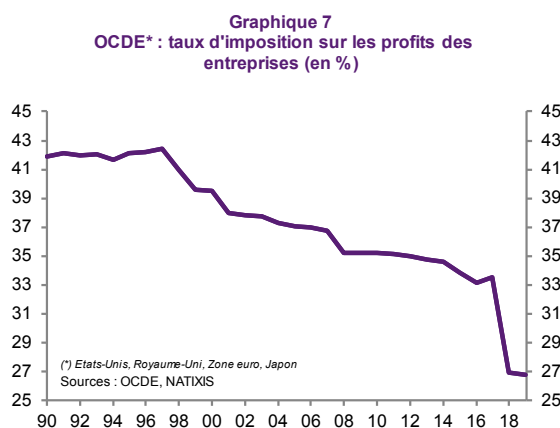
- le partage des revenus défavorable aux salariés (graphique 5a), d'où la faiblesse de la demande des ménages qu'il a fallu compenser par l'endettement public (graphique 5b) ;



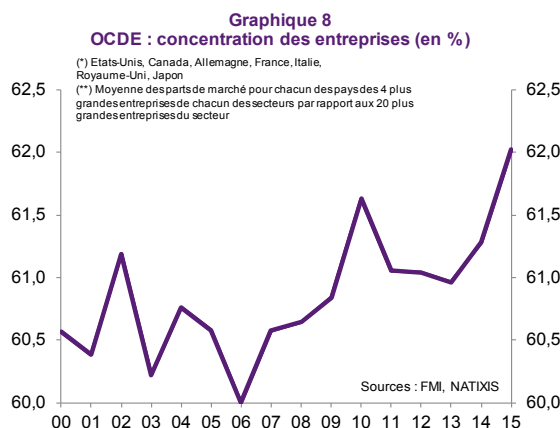
- l'utilisation d'énergies fossiles peu chères, donc les dérèglements climatiques (graphique 6) ;



- la concurrence fiscale (graphique 7), d'où une **fiscalité inefficace** qui se concentre sur les facteurs non délocalisables de production et les bases fiscales non délocalisables (immobilier, travail peu qualifié) ;

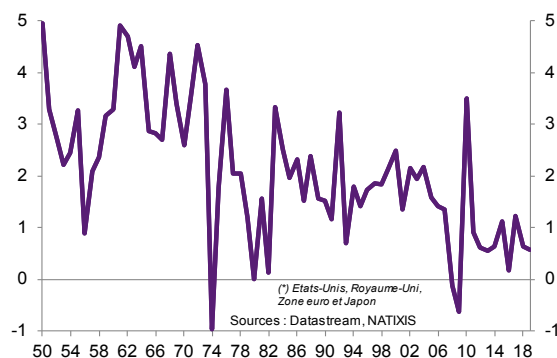


- la reconstitution de monopoles, de positions dominantes (graphique 8) et de rentes de monopole.



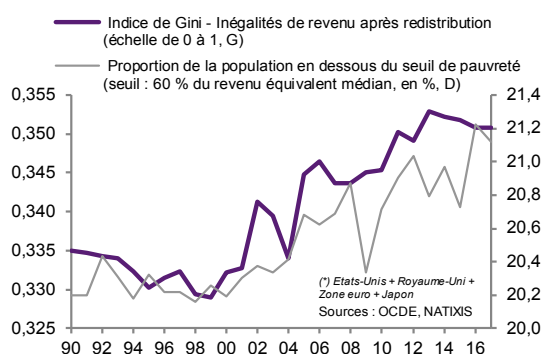
On voit donc que le capitalisme « néo-libéral » crée des inefficacités économiques. On observe d'ailleurs que la **productivité du travail a ralenti depuis le début des années 1980 (graphique 9)**, donc que le capitalisme « néo-libéral » est associé à une croissance potentielle plus faible.

Graphique 9  
OCDE\* : productivité par tête  
(en % par an)



Ce jugement négatif sur le capitalisme « néo-libéral » est lié à son inefficacité économique. On pourrait bien sûr aussi introduire une dimension morale ou éthique ; puisque le capitalisme néo-libéral a été associé à la hausse des inégalités et de la pauvreté dans les pays de l'OCDE (graphique 10).

Graphique 10  
OCDE\* : indice de GINI après redistribution et population en dessous du seuil de pauvreté



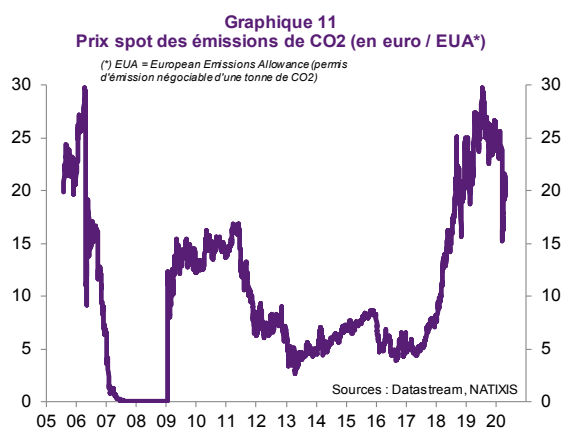
## Comment réinternaliser les externalités ?

Ce qui précède montre que **les externalités générées par les entreprises n'ont pas été internalisées** dans la période de capitalisme « néo-libéral » (1980 à aujourd'hui). Il s'agit d'**externalités sociales** (emploi, inégalités, nature du système fiscal), **économiques** (délocalisations, partage des revenus, monopoles, levier d'endettement des entreprises), **climatiques et environnementales**.

**Pour internaliser ces externalités, il y a d'abord un rôle des entreprises elles-mêmes.** Les entreprises, les Conseils d'Administration, de plus en plus vont être amenés à **s'interroger sur l'acceptabilité sociale, sur la réputation de l'entreprises**. Les valeurs de l'entreprise ne pourront pas être durablement différentes de celles de la société.

**Les Etats ensuite doivent prendre leurs responsabilités**, et ne doivent pas exiger des entreprises des comportements vertueux sans mettre en place les incitations nécessaires. Il s'agit par exemple de la fixation **d'un prix suffisamment élevé du CO<sub>2</sub> (graphique 11)**, de la mise en place d'un **bonus-malus sur les cotisations sociales des entreprises** lié à leur

comportement en matière d'embauche et de licenciement, de la création à nouveau d'une **politique de revenus**, chargée d'orienter le partage des revenus entre salaires et profits, **de soutien au développement des industries stratégiques**, de **politiques strictes de la concurrence** évitant la réapparition de positions dominantes...

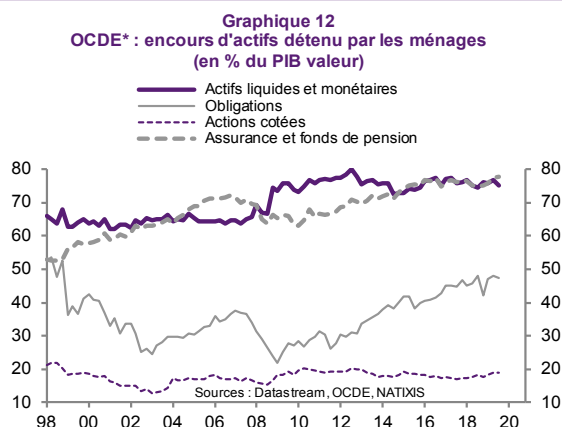


## Le rôle de la finance est important

Le troisième acteur, après les entreprises elles-mêmes et les Etats, est **la finance**, et ceci dans une double dimension.

Il faut d'abord se demander **pourquoi l'exigence de rentabilité des fonds propres est aussi élevée** (graphique 2 plus haut). **L'explication la plus convaincante vient de l'économie industrielle de la gestion d'actifs. Les gestionnaires d'actifs sont en concurrence à court terme pour les parts de marché**, ce qui les pousse à rechercher des rentabilités fortes et rapides de leurs investissements.

Mais **cela ne correspond pas aux souhaits des épargnants de base**, qui ont des horizons de placement long et ne cherchent pas une rentabilité très forte de leur épargne ; ceci est montré par le poids élevé de l'assurance-vie et des fonds de pension dans l'épargne des ménages (graphique 12).



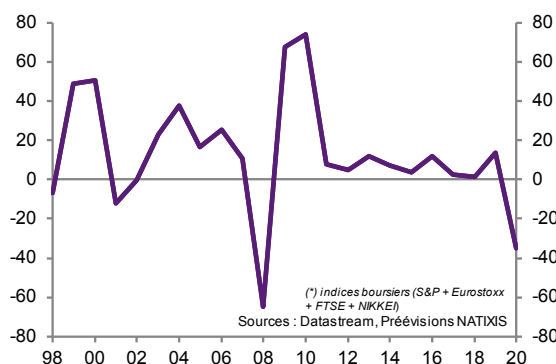
**Il y a donc une distorsion entre les objectifs des épargnants de base et ceux des gérants d'actifs.** Pour corriger cette distorsion, on peut envisager d'allonger la durée de détention des placements, de les rendre moins liquides.

Il faut ensuite regarder **comment la finance peut faciliter la transition vers un comportement plus vertueux des entreprises** (un score ESG plus élevé). La solution n'est pas d'utiliser une photographie statique de la performance ESG d'une entreprise, **mais d'accompagner les entreprises par la finance de transition**, des financements conditionnels liés aux progrès (climat, social, gouvernance) des entreprises (par exemple des obligations de transition - transition bonds - dont le coût est plus faible si l'entreprise respecte une trajectoire d'amélioration de sa performance).

## Synthèse : vers des tensions à court terme ?

On voit la piste ouverte : **internaliser toutes les externalités générées par les entreprises** (sociales, économiques, climatiques) et que nous avons décrites plus haut, par un mélange de choix spontanés des entreprises, d'incitations de politique économique, de financements liés à la transition. **La difficulté risque d'être la mauvaise santé financière des entreprises après la crise** : hausse de l'endettement, baisse des profits (**graphique 13**).

Graphique 13  
OCDE\* : bénéfice par action (en % par an)



Cette mauvaise santé financière rendra plus difficile pour les entreprises d'accepter de nouvelles règles, de nouvelles contraintes, et peut faire apparaître un conflit entre les volontés des opinions et des gouvernements et la résistance des entreprises.