

Financiarisation de l'économie

Deux transformations majeures du capitalisme marquent les dernières décennies : la financiarisation et l'accroissement des inégalités. D'une part la finance exerce une emprise croissante sur l'activité économique, tant de manière directe comme le montre la hausse de sa part dans le PIB (qui passe ainsi de 5 à 8% aux États-Unis entre 1980 et 2007), que de manière indirecte en transformant les modes de gestion des entreprises et l'épargne des ménages. D'autre part, les inégalités de revenu, de patrimoine et plus encore de salaire se sont fortement accrues dans les pays développés, avec un haut de la hiérarchie qui se détache du reste de la population : aux États-Unis le top 0,1% des salariés les mieux payés triple ainsi sa part du revenu, qui passe de 1,6% en 1980 à 5% en 2007. La coïncidence temporelle vaut-elle corrélation ? Et si causalité il y a, dans quel sens joue-t-elle ?

Des mouvements sociaux tels qu'*Occupy Wall Street* ont ainsi accusé la finance d'être le principal vecteur de l'augmentation des inégalités. Par ailleurs, on a aussi avancé que la montée des inégalités était à l'origine de la crise financière de 2008 : confrontés à l'enrichissement manifeste d'une élite, les ménages étatsuniens modestes auraient essayé de maintenir leur rang en recourant massivement à l'endettement.

Indéniablement, croissance de la finance et croissance des inégalités sont corrélées dans les pays développés. Au cours des quarante dernières années, au sein de l'OCDE, un écart-type supplémentaire d'activité financière va de pair avec 0.2 à 0.4 écart-type d'indicateur d'inégalité en plus (Godechot, 2016).

Les bonus des financiers

L'examen des données salariales très détaillées donne une première clef de compréhension : la forte croissance des salaires versés dans la finance au cours des vingt dernières années suffit à provoquer la hausse des inégalités. En France, les revenus des cent cadres de la finance les mieux payés ont été multipliés par neuf entre 1996 et 2007 passant de 535 000 à 4,7 million d'euros, tandis que les rémunérations des cent P-DG les mieux payés étaient multipliées par 3 au cours de la même période (Godechot, 2012). Ainsi, les 0,1% les mieux payés ont augmenté leur part dans la masse salariale de 0,85 point, passant de 1,2% en 1996 à 2% en 2007. Le secteur financier a contribué à 48% de cette hausse. Des exercices de décomposition similaires montrent que le secteur financier a contribué à 70% au Royaume-Uni et à 32% aux États-Unis de l'augmentation de la part du top 1% au sein du revenu national.

Ces salaires élevés de la finance sont versés, généralement sous forme de bonus, essentiellement dans les nouvelles activités liées au développement des marchés financiers. Ainsi l'indicateur financier le plus corrélé à la hausse des inégalités est le volume de transactions au sein de la bourse nationale (Godechot, 2012 et 2016).

Pourquoi les salaires sont-ils aussi élevés en finance ? Le capital humain, très important dans les activités de marché, et les politiques d'incitation, deux

facteurs que l'on pourrait rendre responsables de ce phénomène, n'expliquent que faiblement les écarts de salaire et, partant, les inégalités (Godechot, 2017 ; Philippon et Reshef, 2012).

Récemment, une explication néoclassique a été proposée à partir d'un mécanisme marchand de type *superstar*. La taille des activités financières contribuerait à démultiplier le talent. Si un opérateur financier peut obtenir sur un portefeuille un rendement d'un epsilon supérieur à celui de son collègue, alors il est rentable de lui attribuer un portefeuille plus important et il peut réclamer une rémunération supplémentaire de cet epsilon multiplié par la taille du portefeuille qu'il gère. Cette interprétation, qui repose sur un assortiment marchand parfait des hiérarchies de talent « inné » et des tailles de portefeuille, a sans doute une certaine pertinence mais rend difficilement compte de certains phénomènes patents de rente, comme les carrières bien meilleures obtenues par les étudiants des grandes écoles entrés sur le marché du travail en période de boom financier, par rapport à ceux entrés en période de crise financière.

Le mécanisme de *hold-up* propose explication plus réaliste de ces rémunérations élevées (Godechot, 2017). Il diffère de la théorie des *superstars*, en élargissant la notion de « talent » non plus au seul talent « inné » (ou acquis lors des études), mais aussi au « talent » acquis sur le tas et plus généralement à l'ensemble des ressources accumulées dans l'entreprise financière. La finance permet plus qu'ailleurs de s'approprier individuellement du capital humain (savoirs, savoir-faire, etc.) et du capital social (clients, équipes), et de les mouvoir ailleurs – ou de menacer de le faire. Les salariés qui peuvent transporter l'activité obtiennent alors des rémunérations considérables.

Ce mécanisme de *hold-up* rend compte de la capture et de la distribution de la rente de l'activité financière et permet de comprendre pourquoi, à l'équilibre, les rémunérations de ce secteur sont plus élevées qu'ailleurs. Il est alimenté et amplifié par l'accroissement de l'activité sur les marchés financiers mais ne rend pas compte en lui-même de cette tendance. Les facteurs de montée en puissance des marchés financiers sont multiples. Les innovations technologiques, notamment l'informatisation, ont certainement joué un rôle. Toutefois, de nombreux travaux insistent sur l'importance cruciale de la dérégulation (Philippon et Reshef, 2012). Les États ont en effet délibérément promu la centralité des marchés financiers comme moyen de surmonter le délitement de l'ordre monétaire international issu de Bretton Woods, les revendications de mouvements sociaux minoritaires ou consuméristes, l'inefficacité croissante des politiques économiques interventionnistes ou encore le coût des systèmes d'État Providence (Krippner, 2011). Ces transformations ont permis l'apparition de lucratives niches financières que les acteurs financiers ont protégées par de multiples barrières, telles que la complexification des produits ou la limitation de la concurrence, augmentant *in fine* le coût pour les acteurs des services financiers.

La financiarisation au-delà du secteur financier

Il existe aussi, au-delà du marché du travail des professionnels de la bourse, d'autres canaux, de moindre importance quantitative, par lesquels la financiarisation alimente l'augmentation des inégalités.

Les entreprises non-financières ont été ainsi profondément bouleversées par la doctrine managériale de la valeur actionnariale, portée par les acteurs financiers, notamment les investisseurs institutionnels (Jung et Dobbin, 2016). Celle-ci donne la priorité à la rémunération des actionnaires sur l'investissement autofinancé. Elle favorise par ailleurs le recours à l'endettement (comme source de financement et comme discipline) et à des plans de rémunération généreux et incitatifs sous forme de stock-options pour les P-DG. En outre, les entreprises non-financières consacrent une part importante de leurs activités aux opérations financières (Lin et Tomakovic-Devey, 2013). Elles acquièrent ainsi d'importants portefeuilles de titres et accompagnent la vente de biens et de services par la vente de crédits permettant aux consommateurs de les acquérir, en particulier dans l'automobile.

Ces nouvelles orientations non seulement réduisent l'investissement productif, mais favorisent les inégalités par plusieurs canaux : augmentation des versements de dividendes qui alimentent les revenus des plus fortunés, rémunération à la fois plus incitative et plus élevée pour les P-DG et les cadres exécutifs, salaires des catégories moyennes et inférieures soumis à la pression de la restructuration et de l'externalisation.

Plusieurs travaux démontrent statistiquement le rôle des investisseurs institutionnels dans l'adoption de la valeur actionnariale (Jung et Dobbin, 2016) et l'impact de ce mode de gouvernance sur l'envolée des rémunérations des cadres dirigeants (Goldstein, 2012 ; Lin et Tomaskovic-Devey, 2013) ou sur le recours aux plans de licenciement (Jung, 2016). Toutefois, cet effet-là de la financiarisation, pour autant qu'on arrive à l'approcher au niveau national, ne semble pas produire de bouleversement majeur au sein de la distribution nationale des revenus (Godechot, 2016).

Les travaux sur la financiarisation insistent aussi sur celle des ménages, soumis dans la nouvelle *portfolio society* à la centralité du calcul financier. La promotion du « capitalisme populaire » dans les années 1980 et plus encore des retraites par capitalisation a orienté l'épargne des ménages vers la détention de titres financiers (Goldstein et Fligstein, 2015). Par ailleurs, dans un contexte de faibles taux d'intérêt, les banques ont redéployé leur activité de crédit immobilier et consommation, en direction des ménages les plus modestes, pour lesquels elles pratiquent des taux plus élevés, à un risque limité —pensait-on alors— par la titrisation. D'une part, les ménages pauvres ne peuvent, à la différence des ménages riches, accéder pour leur épargne aux produits financiers les plus lucratifs et les mieux diversifiés (Piketty, 2013), d'autre part, lorsqu'ils empruntent, ils le font à des conditions très défavorables et s'exposent au surendettement et au risque subséquent d'expulsion de leur logement. Ce mécanisme classique d'inégalité cumulative produit une distribution du patrimoine très étirée (Piketty, 2013). Évaluer la contribution spécifique de la financiarisation de l'épargne et de l'emprunt des ménages est néanmoins plus délicat. Il semble que cette dernière ait accru les écarts entre ménages aisées (le décile supérieur) et le reste de la population, mais rend moins compte de la distorsion au plus haut de la hiérarchie (Godechot, 2016).

L'effet retour des inégalités sur la financiarisation

Un premier effet simple du retour des inégalités est la reconstitution d'une classe de ménages fortunés qui, à la différence des classes moyennes dont la fortune est d'abord immobilière, épargnent avant tout sous forme de titres mobiliers (Piketty, 2013), alimentant ainsi la demande pour les services financiers. Pour les plus riches, le recours aux gestionnaires de fortune favorise les montages financiers les plus mobiles, souvent localisés dans les paradis fiscaux, pour protéger la fortune non seulement de la fiscalité mais aussi des risques socio-politiques, des disputes familiales ou des créanciers (Harrington, 2016, Alstadsæter et al., 2017).

Mais l'hypothèse d'un effet retour des inégalités sur la financiarisation a surtout été formulée pour rendre compte de la crise financière de 2008 et de la forte croissance de l'endettement sous-jacente à son déclenchement. Les ménages modestes confrontés à une stagnation voire à une baisse de leur revenus mais entraînés néanmoins dans une compétition statutaire avec les strates plus riches auraient réagi à l'augmentation des inégalités par un accroissement de leur endettement, notamment immobilier, ce qui aurait alimenté le surendettement des ménages et provoqué la crise financière. Ce mécanisme, *keeping up with the Joneses*, a été souvent formulé théoriquement (Kumhof et al, 2015) mais peu vérifié empiriquement. Les premiers travaux le confirment mais nuancent sa portée. Les aires urbaines les plus inégalitaires sont bien celles où le souci de la qualité et de la taille du logement importe le plus et où l'endettement croît le plus fortement (Fligstein *et al.*, 2017). Mais ce sont surtout les classes moyennes supérieures (les fractiles 80-98%) qui le font, notamment via des *home equity loans*, pour ne pas décrocher des élites (Fligstein et Goldstein, 2015) et moins les classes populaires confinés aux prêts *subprime*.

*

Financiarisation et accroissement des inégalités sont donc liés par de multiples canaux qui alimentent une dynamique cumulative. Le marché du travail financier, notamment entre 1995 et 2007, en est indéniablement l'aliment principal. Mais les ramifications sont telles que, même lorsque les salaires des financiers se tassent un peu suite à la crise de 2008, cette dynamique n'est guère entravée.

Références

- ALSTADSÆTER Annette, JOHANNESSEN Niels, ZUCMAN Gabriel, 2017, *Who Owns the Wealth in Tax Havens? Macro Evidence and Implications for Global Inequality*, NBER working paper 23805.
- FLIGSTEIN Neil, GOLDSTEIN Adam, 2015, « The emergence of a finance culture in American households, 1989–2007 », *Socio-Economic Review* 13(3): 575-601.
- FLIGSTEIN Neil, HASTINGS Orestes, GOLDSTEIN Adam, 2017, « Keeping up with the Joneses: How Households Fared in the Era of High Income Inequality and the Housing Price Bubble, 1999–2007. » *Socius* 3: 2378023117722330.
- GODECHOT Olivier, 2012, « Is finance responsible for the rise in wage inequality in France? », *Socio-Economic Review*, 10(2): 1-24.

- , 2016, « Financialization is Marketization ! A Study on the Respective Impact of Various Dimensions of Financialization on the Increase in Global Inequality », *Sociological Science*, 3: 495-519.
- , 2017, *Wages, Bonuses and Appropriation of Profit in the Financial Industry*, Routledge.
- GOLDSTEIN Adam, 2012, « Revenge of the managers: Labor cost-cutting and the paradoxical resurgence of managerialism in the shareholder value era, 1984 to 2001 », *American Sociological Review* 77(2): 268-294.
- HARRINGTON Brooke, 2016, *Capital Without Borders*. Harvard University Press.
- JUNG Jiwook, DOBBIN Frank, 2016, « Agency Theory as Prophecy: How Boards, Analysts, and Fund Managers Perform Their Roles ». *Seattle University Law Review*, 39:291-320.
- JUNG Jiwook. 2016, « Through the contested terrain: Implementation of downsizing announcements by large US firms, 1984 to 2005 », *American Sociological Review*, 81(2): 347-373.
- KRIPPNER Greta, 2011, *Capitalizing on crisis*, Harvard, Harvard University Press.
- KUMHOF Michael, RANCIÈRE Romain, WINANT Pablo, 2015, « Inequality, leverage, and crises ». *American Economic Review* 105(3): 1217-1245.
- LIN Ken-Hou, TOMASKOVIC-DEVEY Donald, 2013, « Financialization and US Income Inequality, 1970-2008 », *American Journal of Sociology*, 118(5): 1284-1329.
- PIKETTY Thomas, 2013, *Le capital au XXIème siècle*, Le Seuil.
- PHILIPPON Thomas, RESHEF Ariel, 2012, « Wages and Human Capital in the US Finance Industry: 1909-2006 », *Quarterly Journal of Economics*, 127(4): 1551-1609.