

L'invité

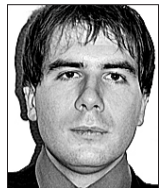
Capitalisme financier ou celui d'entrepreneurs

Guillaume Vuilleme
et Vincent Poncet*

Lors de son récent discours à Davos, Nicolas Sarkozy a une nouvelle fois martelé son credo selon lequel «la crise que nous traversons n'est pas une crise du capitalisme, mais une crise de la dénaturation du capitalisme». Cette antienne pointe un constat juste: le recours excessif à l'endettement, le primat donné aux activités de trading par rapport à la production ou le raccourcissement de l'horizon temporel des agents économiques. Pourtant, le chef de l'Etat français n'a jamais été très prolix sur les causes profondes de ce phénomène. Une analyse rigoureuse montre que l'émergence d'un «capitalisme financier» – par opposition au «capitalisme d'entrepreneurs», selon le vocable du président – résulte pour une grande part d'interventions étatiques, qu'elles soient monétaires, fiscales ou réglementaires.

L'émergence du capitalisme financier résulte pour une grande part d'interventions étatiques, monétaires, fiscales ou réglementaires

Deux chiffres suffisent à illustrer les changements brutaux subits par le système économique depuis dix ans. Entre 1945 et 1986, les profits du secteur financier américain ont constamment représenté moins de 15% des profits réalisés aux Etats-Unis. Cette part a ensuite augmenté progressivement, puis explosé au début des années 2000 pour dépasser les 40%. Dans le même temps, les salaires dans



* Chercheurs à l'Institut Turgot, Paris

le secteur financier ont gonflé. Outre-Atlantique, ils ont toujours été égaux aux rémunérations dans les autres secteurs entre 1948 et 1982. Puis ils ont décollé pour devenir supérieur de 80% aux rémunérations moyennes des autres secteurs. La France a connu des évolutions comparables: la part du secteur financier dans le PIB y a crû de 24% à 33% entre 1985 et 2007.

Faut-il lire dans cette tendance lourde une dynamique interne au capitalisme, qu'il conviendrait de corriger par davantage de réglementations? Les choses sont plus compliquées. En vérité, de nombreuses politiques publiques ont amorcé et favorisé ce changement, sans que ce soit là leur but initial.

Au premier rang de celles-ci se trouve la politique monétaire. La fixation des taux d'intérêt comme outil d'intervention est porteuse de dangers. En réduisant artificiellement les taux directeurs (ce qui a été le cas au début de la décennie 2000), on réduit aussi l'horizon temporel des agents. D'un point de vue économique, le taux d'intérêt est le prix auquel s'échangent des biens présents contre des biens futurs. En d'autres termes, les décisions intertemporelles des agents sont fortement liées au taux d'intérêt: une baisse des taux par la banque centrale favorise la consommation par rapport à l'épargne, c'est-à-dire le présent par rapport au futur.

La manipulation des taux a les mêmes conséquences pour les entreprises et les banques: leur horizon temporel se raccourcit. Des investissements (souvent des mal-investissements) sont financés par la dette, alors qu'il conviendrait de développer à long terme la structure de capital. Si les activités financières des banques

ont pu croître fortement, c'est grâce à leur accès privilégié à la création monétaire et à leur position privilégiée de collecte de l'épargne. En multipliant les opérations à crédit, elles ont aussi accru leur risque d'insolvabilité. En l'absence d'un système bancaire à réserves fractionnaires (où les banques peuvent prêter ou réaliser des opérations avec de l'argent qu'elles n'ont pas), les secteurs bancaires et financiers n'auraient pas connu une telle croissance. La libéralisation du secteur financier impulsée par Reagan et Thatcher dans les années 1980 n'est pas la cause du problème, mais l'a amplifié: ayant moins de restrictions réglementaires, les banques ont pu bénéficier plus fortement de leur proximité avec les banques centrales, leur assurant des taux artificiellement bas et une protection implicite par cette dernière. Depuis, les effets de levier mis en jeu ont été colossaux. Aux Etats-Unis ou en France, les fonds propres ont rarement représenté plus de 5% du bilan total des banques au sommet de la bulle.

Dans ce type d'économie où l'endettement est très fort, le marché boursier perd peu à peu son rôle originel visant à allouer efficacement des ressources pour la production. Il est de plus en plus utilisé pour des opérations à court terme, effectuées à crédit et avec un effet de levier conséquent. On peut citer le cas des traders dits «haute fréquence» (faisant des opérations d'achat et de vente en quelques centaines de millisecondes) qui, aux Etats-Unis, réalisent environ 73% des transactions sur les marchés d'actions alors qu'ils ne représentent que 2% des opérateurs.

Mais la politique monétaire n'est pas la seule en cause. Le cadre fiscal génère lui-même certaines incitations perverses. Pour les entreprises, le financement par la dette est relativement plus

avantageux que le financement par augmentations de capital, car les intérêts – à l'inverse des dividendes – sont considérés comme des charges et ne sont pas taxés. Dès lors, il devient plus économique de financer sa croissance par la dette plutôt que par les fonds propres. Couplé à de faibles taux d'intérêt, cet avantage comparatif de l'endettement a pour conséquence des prises de risque démesurées. C'est donc avec raison l'on a pu décrire le «capitalisme financier» comme un «capitalisme sans capital».

Enfin, un dernier élément mérite d'être étudié si l'on entend restaurer un capitalisme d'entrepreneurs. Toutes choses égales par ailleurs, une même réglementation est beaucoup plus coûteuse pour une PME que pour une grosse entreprise: cette dernière peut plus facilement internaliser le coût de la complexité administrative et fiscale (elle dispose par exemple d'un service juridique). En France, cette prime donnée indirectement aux grandes structures n'est pas anodine. La législation est foisonnante et nuit aux PME qui sont pourtant la source principale de l'innovation dans l'économie.

Au fond, capitalisme financier et capitalisme d'Etat ne font qu'un. Par sa nature, l'intervention de l'Etat en matière monétaire n'est pas différente de l'intervention en d'autres domaines. Elle modifie les incitations et a des effets redistributifs, notamment en direction du secteur financier. En filigrane apparaissent donc les grandes lignes des réformes à opérer pour corriger les excès du passé: la suppression du pouvoir de fixation des taux d'intérêt par les banques centrales, la levée des distorsions réglementaires en faveur de l'endettement et la simplification législative. A ces conditions seulement, un capitalisme d'entrepreneurs pourra être restauré.

Périscope

Séparer l'euro en un Nord et un Sud

Le président du conseil d'administration de Syngenta (et ancien CEO de Barclays), Martin Taylor, propose dans le *Financial Times*, de résoudre la crise de l'euro en distribuant pour 100 euros, 50 Nord et 50 Sud. La première monnaie serait celle des pays du Nord et la seconde celle des pays méditerranéens. Les risques d'une monnaie unique auraient pu être gérés si l'euro s'était limité à un petit nombre de pays capables d'être aussi compétitifs que l'Allemagne. Mais l'ajout de tous les pays du Sud a sérieusement compliqué la tâche. Martin Taylor explique qu'au Nouvel An 2004, de passage en Calabre il s'est aperçu qu'en un jour les prix s'étaient accrus de 10%. En Allemagne, ils n'avaient pas changé. Si les deux partenaires du mariage ne respectent pas leurs engagements, le divorce est programmé. S'ils sont 16, les difficultés sont encore plus claires. Avec deux monnaies européennes, on remplacerait une zone qui ne fonctionne pas par deux zones qui fonctionnent. Et Axel Weber et Mario Draghi auraient chacun une banque centrale à diriger.

Les recettes du FMI seront inefficaces en Grèce

«Sans dévaluation, l'intervention du Fonds monétaire international à Athènes sera tout aussi inefficace que les missions qu'il effectue depuis des décennies dans les pays d'Afrique francophone, pénalisés par le franc CFA, considérablement surévalué à cause de son lien inflexible à la devise européenne.» Dans une analyse publiée mardi, François Lenglet, rédacteur en chef du quotidien français *La Tribune*, rejoint la proposition de la chancelière allemande Angela Merkel d'exclure de l'Eurozone les pays démeritants. Le grand problème de la Grèce, comme des pays africains précités, ne tient pas tant à leur endettement public, mais à «l'évolution incroyable des coûts salariaux», relate-t-il. L'effet inflationniste de l'euro est indéniable en Grèce. Et les causes de la dérive hellène tiennent «bien sûr» à son «impéritie», affirme François Lenglet. Les efforts en vue de la convergence tant vantée par Bruxelles ont été abandonnés dès le début des années 2000. C'est aujourd'hui l'heure de payer la facture. **Philippe Gummy**

Analyse

Les assureurs sont déjà revenus aux dividendes d'avant la crise



Emmanuel Garessus

La liste des banques européennes qui ont dû lever des fonds (privés ou étatiques) pendant la crise est particulièrement longue. Les assurances européennes s'en sortent mieux. Entre janvier 2007 et la fin 2010 le nombre d'actions des assureurs se sera accru de 14% en moyenne, selon une étude de Citigroup. Le chiffre paraît substantiel, mais seuls 6% sont à mettre au compte des besoins de solvabilité. Car 11% ont été alloués aux projets d'acquisitions et d'obligations convertibles. Sans les deux enfants à problèmes qu'ont été ING et Fortis, les levées de fonds destinées à l'amélioration de la solvabilité ne représentent que 2% du total. Dans ces conditions, il est difficile de parler de crise.

Le dividende est une marque de confiance, de discipline et du caractère durable du trend du bénéfice

Mais la grande récession a tout de même provoqué de vastes chambardements. Les écarts se creusent entre bons et mauvais élèves. Le niveau du dividende est sans doute un critère adéquat pour opérer la distinction. Le choix du dividende est une décision majeure qui traduit une marque de confiance, de discipline et du caractère durable de la tendance du bénéfice. Le relèvement massif du dividende de Zurich Financial Services (ZFS) a

d'ailleurs déclenché la forte hausse de l'action et le début d'un parcours bien supérieur à la concurrence européenne. Mais le niveau du dividende publié doit être analysé et ajusté avant d'être interprété.

L'analyse montre que six assureurs européens versent en 2010 un dividende plus élevé qu'avant la crise et que six autres compagnies versent entre 80 et 100% du niveau distribué au printemps 2008. La récession n'a sévèrement frappé qu'un cinquième des compagnies, celles qui distribueront cette année moins de 80% du dividende de 2008, selon Citigroup.

Dans leurs efforts de gestion du capital, les sociétés peuvent employer différents instruments pour redistribuer une partie du bénéfice aux actionnaires. Mais dans ce travail d'optimisation, certains assureurs oublient l'essentiel et se livrent à des opérations trop modestes pour être efficaces. C'est souvent le cas des rachats d'actions. «Une perte de temps», selon Citigroup. Les mini-rachats d'actions n'ont, par définition, guère d'influence sur le bénéfice par action. Ils doivent être significatifs à l'image de celui de Munich Re (19% du capital). La réaction négative aux résultats de la Baloise, la semaine dernière, à son versement d'un dividende inférieur aux attentes – malgré le programme de rachat d'actions – confirme cette interprétation.

Une solution apparemment innovante doit être vue d'un œil critique. Nous pensons à celle employée par exemple par Scor. Le repreneur de Convenir a proposé à l'actionnaire le choix entre un dividende et l'achat d'actions à un prix préférentiel. Cette pratique, appelée «scrip», dans les milieux financiers, est un piège pour investisseurs. Le rendement brut du dividende est artificiel dans la mesure où il est basé sur un nombre d'actions condamné à s'accroître.

Evolution du nombre d'actions (base 100-01.01.07)

	01.01.07	«scrip»	convertible	acquisitions	solvabilité	rachats d'actions	Fin 2010
Axa	100			10			110
Allianz	100		1	4			104
Fortis	100			69	22		192
ING	100		2		80	-8	172
Munich Re	100					-19	81
Scor	100	8		57		-3	162
Helvetia	100						101
Swiss Life	100		4			-9	95
Swiss Re	100		8			-13	96
ZFS	100			4		-5	100

SOURCE: CITIGROUP

tre. Pour Scor, les conditions sont telles que l'actionnaire a intérêt à choisir les actions plutôt que le dividende. La société a elle-même expliqué que cette solution lui permettra de soigner son rating auprès des agences de notation. Mais en termes de gouvernement d'entreprise, les «scrips» marquent un pas en arrière.

Toutefois, en général l'annonce du dividende des assureurs européens a représenté une bonne surprise (Hevetia et ZFS).

Sur la base des taux de distribution du bénéfice, ce sont nettement les assureurs non-vie les plus généreux. Le taux de distribution moyen en 2010 est de 40%. Mais les différences sont énormes entre les sociétés. D'un côté, cinq compagnies ne distribuent rien et, à l'inverse, sept versent plus de 50% du bénéfice aux actionnaires. L'investisseur devrait considérer le montant net, et ainsi tenir compte de l'évolution du nombre d'actions.

Le taux de distribution net est de 36%, soit bien moins que les 42% du taux brut.

Le classement des plus généreux (net) est mené par Brit, Catlin, Hannover Re et ZFS. Dans les promoteurs du classement, on trouve des sociétés qui ne versent rien (Aegon, ING, Irish Life, SNS), ou un

mini-dividende, comme Scor, Swiss Re et (probablement) Swiss Life.

Au sein des fleurons helvétiques, le taux de distribution est de 39% pour Helvetia, 53% pour la Baloise (70% y compris le rachat d'actions) et 66% ZFS. Nous noterons aussi qu'un seul assureur vie entre dans le Top 10 européen.

L'assurance non-vie, malgré sa faible croissance, reste le pilier le plus porteur. Les taux d'intérêt sont trop bas pour soutenir le secteur vie. Mais les nuages s'accumulent sur l'assurance dommages. Le taux de sinistres et le taux combiné sont en train d'augmenter. Et les tarifs ne sont pas encore à la hausse. Contrairement à certaines attentes, le séisme chilien ne mènera pas à un durcissement des primes. Un tremblement de terre dans une région aussi éloignée n'amènera aucun client européen à accepter une hausse des primes.

Souvent épargnées par la crise, les assurances présentent aussi un bilan très solide ainsi qu'en témoigne leur solvabilité. Celle de Zurich atteint 198% (+38 points), Helvetia 223% (+15 points), Baloise 230% (+34 points). Le défi est aujourd'hui lié à un environnement réglementaire en mutation (solvabilité II) et à l'évolution des taux d'intérêt.

PUBLICITÉ

RENDEZ-VOUS 2010
CONJONCTURE

SORTIE LES MERCREDIS

27 JANVIER, 24 FÉVRIER, 31 MARS,
28 AVRIL, 26 MAI, 30 JUIN, 29 SEPTEMBRE,
27 OCTOBRE, 24 NOVEMBRE, 29 DÉCEMBRE

Pour votre publicité, Le Temps Media:
Tél. +41 22 799 59 00 Fax +41 22 799 59 01
Mail: info@letempsmedia.ch

LE TEMPS