Introduction. Industrie, finance, innovation et gouvernance dans la crise : vers un changement structurel ?

Véronique Dutraive

Édition électronique

URL : <https://journals.openedition.org/rei/6324>

DOI : 10.4000/rei.6324

ISSN : 1773-0198

Éditeur

De Boeck Supérieur

Édition imprimée

Date de publication : 15 juin 2016

Pagination : 13-32

ISBN : 9782807390560

ISSN : 0154-3229

Référence électronique

Véronique Dutraive, « Introduction. Industrie, finance, innovation et gouvernance dans la crise : vers un changement structurel ? », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 154 | 2e trimestre 2016, mis en ligne le 07 novembre 2016, consulté le 07 juin 2022. URL : <http://journals.openedition.org/rei/6324> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/rei.6324>

INTRODUCTION. INDUSTRIE, FINANCE, INNOVATION ET GOUVERNANCE DANS LA CRISE : VERS UN CHANGEMENT STRUCTUREL ?

Véronique Dutraive, Université Lyon 2, Triangle UMR

Le second colloque sur « Les relations entre la finance et l'industrie : entre nécessité et antagonisme », qui s'est tenu à Lyon en octobre 2013, a été le point de départ de ce numéro spécial¹. Il fait suite à un premier numéro spécial de la *Revue d'économie industrielle* paru en 2011 sur le même thème (Dutraive, 2011) et partage l'ambition similaire de faire dialoguer des travaux sur les domaines souvent séparés que sont l'économie industrielle et l'économie financière et monétaire². En effet, la recherche académique, par la spécialisation qu'elle impose, aborde souvent de manière séparée ces domaines qui sont pourtant fortement imbriqués dans le fonctionnement macroéconomique. La crise actuelle a bien montré à quel

1 Ce colloque a fait l'objet d'un enregistrement et d'un montage vidéo qu'il est possible de visionner sur le site <http://25images.ish-lyon.cnrs.fr/Portails/finance-industrie-oct2013/fr>.

2 L'édition précédente avait mis en perspective historique l'impact des institutions financières sur l'économie et plus particulièrement sur l'industrie. Les points de vue d'économistes et de sociologues dans les domaines de la finance ou de l'industrie avaient notamment permis de souligner, d'une part, que la théorie économique avait montré que la finance avait toujours eu deux faces, une face témoignant de sa contribution essentielle à la dynamique économique et une face spéculative qui peut se développer au détriment de la croissance ; d'autre part, que la transformation des liens entre les deux domaines était marquée par le renforcement ces dernières décennies de la financiarisation, résultant d'un développement conjoint du poids des activités financières dans l'économie et de la financiarisation des stratégies des groupes industriels et exacerbant la dimension spéculative de la finance.

point ces deux « secteurs de l'économie » sont interdépendants et qu'un regard croisé voire interdisciplinaire s'avère nécessaire pour analyser cette interdépendance.

À l'heure où on semble redécouvrir, surtout dans les « anciennes économies industrialisées », notamment en Europe et aux États-Unis, l'importance d'une industrie performante pour la prospérité d'une économie, les questions du financement, de la gouvernance et de la stratégie des entreprises industrielles sont redevenues essentielles dans un contexte où la croissance reste trop faible pour permettre d'affronter les problèmes posés par le chômage³ et l'inégalité croissante qui fragilisent nos démocraties politiques⁴, ainsi que pour faire face aux défis environnementaux dont on semble pourtant mesurer l'importance aujourd'hui. Les liens entre la finance et l'industrie semblent ainsi plus que jamais devoir être analysés théoriquement et empiriquement.

Un des faits marquants consécutifs à la crise de 2007-2008 a été le retour à des politiques économiques actives, lesquelles semblaient avoir été réduites pendant plusieurs décennies à la seule politique de concurrence, notamment en Europe, et reformulées pour prendre en compte les défis d'aujourd'hui (mondialisation, nouvelles technologies, risques socio-politiques et environnementaux...). Du côté de la finance, les autorités monétaires sont largement intervenues pour soutenir la plupart des banques mises en difficulté par la crise, pour contrevenir à la contraction du crédit, notamment par une politique de taux bas, puis en soutien aux États mis en difficulté par un accroissement de leur endettement. De plus, des mesures ont été prises pour tenter de juguler les « imperfections de la finance ». Les configurations institutionnelles tendent à se modifier, les entreprises ont elles-mêmes réagi à la contraction du crédit en adaptant notamment leurs comportements de détention de liquidités (voir Broyer *et al.*, dans ce numéro) et de nouveaux marchés tendent à se développer pour pallier les difficultés particulières d'accès au financement auxquelles les PME et les start-up innovantes ont à faire face (voir Dosi, Sapio et Revest dans ce

3 La croissance moyenne dans « les économies avancées » est passée de 2,5 % sur la période 1996-2006 à 1,1 % sur la période 2006-2016, pendant que le chômage, inférieur à 8 % en zone euro avant la crise de 2007, est monté à 12 % en 2013 (France Stratégie, 2016).

4 Des représentants de partis d'extrême droite, anti-européens et xénophobes, sont d'ores et déjà présents aux parlements de 13 pays européens.

numéro). Du côté de l'industrie, on assiste à un renouveau (« rejuvenation », Stiglitz, Yifu et Monga, 2011) de la politique industrielle, amorcé déjà depuis le début des années 2000 mais accéléré considérablement suite aux dégâts engendrés par la crise en ce domaine. L'industrie – et même plus précisément l'industrie manufacturière – est à nouveau considérée comme un secteur fondamental de spécialisation pour soutenir la croissance et l'innovation. Ce retour à une politique industrielle active est notable, même si on peut s'accorder sur le fait qu'elle n'a jamais vraiment disparu, car « tout le monde en a fait sans le dire : *don't ask, don't tell* » (Aghion, 2015). En effet, la politique industrielle a constamment fait partie des outils de la politique publique même si ses principes et ses justifications – par moment confondus avec ceux de la politique de la concurrence – ont pu prendre des orientations très différentes au cours du temps. Cet outil de politique économique est cependant clairement revenu sur le devant de la scène (voir Arena et Dutraive, ainsi que Bianchi et Labory dans ce numéro ; voir aussi Arena et Dutraive, 2016).

Dans cette introduction, avant de présenter les articles constituant ce numéro spécial, nous voudrions aborder la question des liens entre la finance et l'industrie en nous intéressant au changement structurel amorcé avant la crise dans ces deux domaines et qui interroge les ressorts de la croissance en ce nouveau contexte.

Nous nous intéressons d'abord à la littérature qui justifie le retour de la politique industrielle et la relie au changement structurel et au rôle des institutions et qui prend son origine dans la nouvelle économie du développement.

1. CHANGEMENT STRUCTUREL, CHANGEMENT INSTITUTIONNEL, DÉVELOPPEMENT ET CROISSANCE

D'un point de vue théorique, il est à noter que le renouveau de l'intérêt pour la politique industrielle provient de la « Nouvelle Économie du Développement » – comme elle provient sur le plan pratique des différentiels de performances économiques entre les anciennes puissances

industrielles et les pays émergents industrialisés, au profit de ces derniers. Cette nouvelle économie du développement s'inscrit elle-même plus largement dans l'analyse économique institutionnelle post-northienne⁵. Cette dernière peut être caractérisée par un ensemble de travaux empiriques et théoriques ayant cherché à identifier les causes des échecs des politiques de réformes structurelles de libéralisation dans les pays en transition et dans certains pays en développement préconisées dans le cadre conceptuel du « Consensus de Washington » élaboré par les grandes organisations internationales dédiées aux questions économiques dans les années 1990. Ces travaux ont conduit à mettre en avant le rôle des institutions (de l'ensemble des règles formelles et informelles structurant les activités économiques et définissant les finalités de ces activités) dans les processus de croissance et de développement. L'analyse institutionnelle développée dans ce contexte a notamment permis de souligner que la complexité des causalités institutionnelles interdit toute préconisation simpliste (causalité générale et univoque) et universelle en matière de politique pour favoriser la croissance et le développement, contrairement à ce qui en avait été retenu dans le cadre d'un « Nouveau Consensus » préconisant des réformes institutionnelles conformes aux « bonnes pratiques » et à « la bonne gouvernance » des pays avec des configurations institutionnelles de type anglo-saxonnes. Il a pu être notamment montré que les pays ayant obtenu les performances économiques – mesurées par les standards de la croissance du PIB – les plus remarquables ces dernières décennies étaient ceux-là mêmes qui avaient suivi des politiques économiques, notamment industrielles, différentes de celles préconisées par les organisations internationales, alors que les pays soumis à la conditionnalité se sont souvent appauvris, précisément à travers un processus de désindustrialisation (Dutraive, 2009).

Les nouveaux économistes du développement font désormais référence à la théorisation du changement structurel comme cadre pour repenser la

5 Les inspirations théoriques de cette nouvelle économie du développement sont assez hétérogènes, comprenant soit des travaux standards du point de vue des outils ou conceptions utilisés – travaux empiriques et économétriques –, soit des approches plus socio-économiques mais qui ont cependant en commun de mettre les institutions au cœur de l'analyse du développement et de la croissance de long terme, suite aux thèses fondatrices de Douglas North. On peut citer parmi ces auteurs, D. Rodrik et A. Subramanian, D. Acemoglu, S. Johnson et J. A. Robinson, ainsi que J. Stiglitz (voir Dutraive, 2009).

question du développement. Et dans une perspective plus large, incluant les pays développés, la question du changement structurel se combine avec l'intérêt renouvelé pour la politique industrielle dans la mesure où celle-ci peut être définie précisément comme l'ensemble des « politiques publiques tournées vers le changement des structures économiques d'un pays » (Stiglitz, Lin et Monga, 2011, p. 1).

Dans la théorie économique, l'analyse du changement structurel, tel que conceptualisé notamment par Pasinetti, se différencie de l'approche de la croissance équilibrée « à la Solow » pour élaborer un modèle de représentation d'un « système de production pur » de plein-emploi tenant compte de la dynamique des prix et des quantités des facteurs liée au changement dans la proportionnalité de la demande entre les différents secteurs articulés de l'économie. Cette tradition économique qui cherche à formaliser la dynamique de long terme dans une économie de production se différencie fortement de la tradition centrée sur les questions d'allocation dans une économie d'échange (Arena et Porta, 2012). Elle s'inscrit dans une perspective où la théorie de la croissance et la théorie du développement sont connectées et dans laquelle le changement institutionnel est clairement central. Pasinetti lui-même, après avoir dans un premier temps développé une approche a-institutionnelle⁶ a consacré ensuite plus d'attention aux institutions comme forces sous-jacentes du changement structurel, en considérant que la prise en compte des institutions est cruciale pour faire le lien entre la théorie économique et l'histoire des faits économiques (Arena et Porta, 2012, p. 5).

La « nouvelle économie du développement » s'inscrit justement dans cette perspective qui vise à articuler théorie et faits économiques⁷. Cette approche stipule que le développement est défini par le changement structurel – sans se référer cependant à Pasinetti et à l'architecture de son économie intersectorielle – en voyant celui-ci comme un processus de diversification de la production à partir de l'agriculture et des productions traditionnelles conduisant à un processus d'industrialisation. Elle reprend plus

6 Il a cherché notamment à établir des règles de répartition entre salaire et profit déterminées par les rapports techniques entre secteurs pour assurer l'équilibre dans le système économique, conscient cependant que, dans la réalité, ces règles de répartition sont définies par des rapports de force et les institutions.

7 On fera référence ici essentiellement à Rodrik et Stiglitz encore mais aussi à Lin.

directement la tradition développée par Simon Kuznets qui voyait dans la croissance un processus de transformation de l'économie déplaçant les facteurs de production de l'agriculture vers l'industrie et les services, impliquant une évolution de l'organisation de la production (taille et nature des firmes) et de la nature de la consommation, et à laquelle il faudrait ajouter aujourd'hui les transformations entraînées par la mondialisation des échanges et de la production. Il est à noter que Kuznets lui aussi comptait la dimension institutionnelle comme essentielle dans ce processus de changement. Comme il le souligne dans un passage de son discours de réception du prix de la Banque de Suède en 1971, « la croissance économique d'un pays peut être définie comme étant une hausse sur longue période de sa capacité d'offrir à sa population une gamme sans cesse élargie de biens économiques. Cette capacité croissante est fondée sur le progrès technique et les ajustements institutionnels et idéologiques qu'elle requiert. Les fruits de la croissance s'étendent par suite aux autres secteurs de l'économie ». On doit ajouter que, sur le plan théorique, l'intérêt pour le changement structurel des nouvelles approches n'exclut pas toujours leur attachement à « l'équilibre ». Par exemple, Acemoglu a construit un modèle de croissance permettant de combiner le changement structurel « à la Kuznets » (c'est-à-dire le passage d'une économie essentiellement spécialisée dans l'agriculture à une économie industrialisée) avec un modèle de croissance « à la Kaldor » (c'est-à-dire impliquant une croissance équilibrée des facteurs de production) (Acemoglu, 2009).

Ainsi, si on ne peut pas toujours les inscrire dans des traditions homogènes d'un point de vue théorique, il convient cependant de souligner les thèses originales que l'on peut tirer de ces nouvelles approches articulant changement structurel, institutions, développement et croissance. La plupart d'entre elles considèrent tout d'abord que les déterminants de la croissance sont multiples et que celle-ci ne répond pas à un processus linéaire ou mécanique. « Pour la Nouvelle Économie Structurale, le développement économique d'un niveau faible à un niveau élevé est un spectre continu, non une série de cinq niveaux distincts. Même si le changement dans la structure reflète le changement dans la structure de ses dotations, le développement des industries dans différents pays avec des dotations similaires peut être atteint de manières différentes et de manière non linéaire » (Lin, 2012, p. 26). De même, l'ancienne opposition entre les « approches structuralistes » mettant l'accent sur le rôle essentiel de l'État

et les approches en faveur, au contraire, des seuls mécanismes de marché pour soutenir le développement semble dépassée et les nouvelles conceptions dont il est question ici prônent souvent une combinaison de coordination marchande et de régulation publique et une différenciation de leurs modalités et de leur poids relatif selon les contextes, les étapes et les caractéristiques spécifiques des pays. Elles conviennent toutes plus ou moins que les systèmes économiques combinent toujours des politiques publiques et des processus de marchés, reconnaissant que les deux sont affectés par des imperfections (*government failures*, *market failures*). Plus encore, l'État et le marché ne sont plus conçus comme des formes d'organisations exclusives ni même comme complémentaires mais doivent être étudiés du point de vue de leurs interactions (Stiglitz, 2012, p. 61). Ceci implique précisément l'étude des institutions, c'est-à-dire de « toutes les règles et les régulations qui affectent la structure de l'économie » (Greenwald et Stiglitz, 2014, p. 43), non seulement des institutions tangibles (règles de droits ou règles formelles) mais aussi des institutions intangibles (réseaux relationnels, systèmes de valeurs, voire même religions, etc.), dont on reconnaît désormais le rôle structurant, souvent tout aussi puissant que celui des institutions formelles.

En particulier, il ne s'agit pas d'appréhender le rôle des institutions de manière systématique et automatique, en considérant – comme ont pu le faire les organisations internationales – que des réformes calquées « sur des modèles qui marchent » sont une garantie pour la prospérité économique. Il n'y a pas de relation mécanique entre tel type de réforme institutionnelle et la croissance ou le développement. Par exemple, Rodrik considère que si, de manière assez classique, la croissance peut être associée à l'amélioration de la productivité des facteurs, notamment du travail, elle peut cependant être obtenue de deux façons différentes : « Premièrement, la productivité peut s'accroître à l'intérieur d'un secteur avec l'accumulation du capital, le changement technique ou l'amélioration de l'allocation des facteurs entre les entreprises. Deuxièmement, le travail peut se transférer entre les secteurs, passant des secteurs à faible productivité vers les secteurs à plus forte productivité et améliorant la productivité globale du travail dans l'économie » (Rodrik, 2011, p. 12). Or il apparaît que la différence entre pays riches et pays pauvres tiennent plus à la seconde modalité qu'à la première car lorsque les ressources sont affectées à des activités plus productives, la croissance est favorisée indépendamment des

gains de productivité dans chaque secteur : c'est bien là que se situe, selon Rodrik, la source de la croissance liée au changement structurel. En effet, l'augmentation de la productivité intrasectorielle nécessite une accumulation de compétences et une amélioration des « fondamentaux » au sens de North, c'est-à-dire des facteurs institutionnels « derrière les déterminants directs de la croissance » très lents à modifier. Or il est plus facile de développer directement l'industrialisation que de développer les institutions et le capital humain et la causalité peut être alors inversée par rapport aux représentations dominantes : ce ne sont pas toujours les réformes institutionnelles imposées de l'extérieur qui produisent la croissance mais la croissance qui peut ensuite conduire à une convergence des institutions. L'industrie joue alors un rôle crucial dans ce processus : « C'est l'industrialisation qui développe la croissance et cela nécessite des politiques différentes des politiques conventionnelles » (Rodrik, 2013, p. 5). Des exemples pris dans les grandes zones géo-économiques peuvent justement permettre de préciser l'articulation entre changement structurel, institutionnel et croissance. Certaines caractéristiques générales peuvent être énoncées, fondées sur le bilan des expériences de nombreux pays : les avantages comparatifs dans les ressources primaires sont généralement désavantageux (la fameuse « malédiction des ressources naturelles ») ; un marché du travail flexible est un facteur favorable au changement structurel ; il n'y a pas d'influence mécanique des facteurs institutionnels (comme expliqué plus haut) ; enfin, la politique monétaire de taux de change peut constituer une forme de subvention favorisant le changement structurel et, de manière plus générale, le type de politique mise en œuvre est un facteur important. Depuis les années 1990, le changement structurel dans les pays en développement n'a pas été unanimement facteur de croissance en fonction de ces caractéristiques : l'Amérique latine, dont les avantages comparatifs sont principalement dans les ressources naturelles, a développé des réformes institutionnelles dans les années 1980 et 1990 conformes au « Nouveau Consensus » (réformes libérales, démocratie...). Mais si l'industrie y est devenue plus productive sous l'effet de la concurrence mondiale entraînée par les politiques de libéralisation, la rationalisation à laquelle ces politiques ont abouti a provoqué un développement du chômage et déplacé de nombreux emplois du secteur manufacturier vers des secteurs moins productifs. Ainsi, dans ce cas, le changement structurel n'a pas été favorable à la croissance. C'est également le cas en Afrique, où les changements structurels ont conduit à la réduction de la croissance, la désindustrialisation

et la réallocation du travail vers les secteurs à faible productivité, notamment vers le secteur informel (Rodrik, 2011). Le modèle de développement asiatique, que l'on a souvent réduit à son ouverture aux échanges internationaux, s'est en réalité présenté comme un modèle à deux régimes complémentaires : si, en effet, ce modèle de développement s'est appuyé sur l'intégration à l'économie mondiale et sur des politiques de libre-échange, d'un autre côté il s'est aussi fondé sur des politiques industrielles actives et sur des entreprises publiques qui ont maintenu une partie de l'emploi qui aurait autrement été détruit par la concurrence étrangère. L'Asie a également bénéficié d'un avantage comparatif dans le travail plus que dans les ressources naturelles mais surtout de politiques monétaires qui ont favorisé la compétitivité (*ibid.*).

Quant aux pays à haut revenu, depuis les années 1990, le changement structurel s'est caractérisé pour eux par un déplacement du travail vers les services, dont la productivité et les salaires progressent plus faiblement que dans l'industrie avec le constat que le déclin industriel constitue finalement un frein à la croissance, même si par ailleurs ce changement structurel se manifeste par un brouillage croissant des frontières entre industrie et services. Le succès même des nouveaux pays industriels conduit sous l'office de politiques économiques « actives » a entraîné en retour de nombreux pays « anciennement » industriels à remettre en cause le dogme de l'efficacité exclusive de la politique de concurrence.

2. CHANGEMENT STRUCTUREL, CROISSANCE ET INNOVATION

Depuis la crise de 2007, une unanimité s'est dessinée en faveur de politiques plus proactives et stratégiques que dans la période précédente, donnant lieu à « un nouvel élan de la politique industrielle » (Stiglitz, Lin et Monga, 2011, p. 2) et rompant avec l'idée que celle-ci est synonyme d'entreprises nationalisées et déficitaires. Ce retour de la politique industrielle se retrouve dans les discours des leaders politiques, quelles que soient leurs orientations politiques, et dans les pays en développement comme dans les pays développés. Ces derniers se voient en effet affectés en retour par les changements auxquels ils ont fortement contribué par divers mécanismes favorisant la mondialisation, mécanismes directement

économiques comme les échanges et les investissements internationaux ou institutionnels comme les règles internationales diffusées dans les instances mondiales ayant une vocation économique, tels la Banque mondiale ou le Fonds monétaire international.

Dans les pays développés, la question du changement structurel paraît tourner autour de la promotion du changement technologique et plus précisément dans la capacité à opérer un tournant en faveur de l'économie numérique – surtout en Europe. Dans ce domaine, on retrouve des oppositions classiques entre les opinions qui défendent l'idée que les politiques publiques et les régulations actuelles perpétuent les rentes des entreprises installées, constituent des rigidités et sont défavorables à l'émergence de nouveaux entrants (Aghion, 2015 ; Colin, Landier, Mohnen et Perrot, 2015) et d'autres, au contraire, qui considèrent que la politique de la concurrence seule ne peut promouvoir la croissance et que l'État stratège doit être réhabilité (Greenwald et Stiglitz, 2014).

Examinant le lien entre innovation et concurrence, Aghion (2015) par exemple distingue deux régimes : si pour les pays « loin de la frontière technologique » et en phase de rattrapage, la relation est inversée (la concurrence ne favorise pas l'innovation) et peut justifier une forme de protection et des politiques industrielles classiques, en revanche pour les pays « proches de la frontière technologique », la relation est au contraire croissante. L'idée, fondée sur les thèses familières de Schumpeter, est que la concurrence favorise « la destruction créatrice » et la mobilité sociale. Dans cette perspective, pour les pays déjà industrialisés, le problème n'est pas de restaurer une politique industrielle visant à la réindustrialisation mais de favoriser un changement structurel correspondant à la réallocation des facteurs vers de nouveaux secteurs ou au changement organisationnel des anciens secteurs. Aghion critique les arguments qui démentent les effets de l'innovation sur la croissance : il s'inscrit en faux contre les thèses de « la stagnation séculaire » (Ansen, Summers et Gordon) ; relativise la relation entre innovation et inégalités en considérant que, globalement, si l'innovation accroît bien le « top 1 % » des revenus elle n'accroît pas pour autant le coefficient de Gini ; et attribue l'absence de lien clair entre innovation et productivité à des problèmes de mesure. Cet auteur représentatif d'une approche néoclassique moderne en économie, préconise alors une politique économique, industrielle et monétaire, active à

condition qu'elle favorise des secteurs concurrentiels (voir aussi Arena et Dutraive dans ce numéro).

D'autres auteurs, au contraire, considèrent que dans les secteurs dans lesquels l'apprentissage et la recherche sont des facteurs importants, les imperfections de marché qui prédominent nécessitent un soutien par des politiques publiques. Ces politiques publiques doivent encourager le changement technique et le développement de la connaissance. En effet, les imperfections dont sont affectés les marchés dans les domaines où les nouvelles technologies prédominent sont les difficultés d'appropriation de la valeur ; les imperfections des systèmes de droit de propriété intellectuels ; les imperfections du marché du capital (les dépenses de R&D ne sont pas collatéralisées). La concurrence dans les secteurs innovants est imparfaite (coûts fixes élevés et rendements croissants). Et l'une des raisons pour lesquelles le secteur industriel doit être réhabilité est justement qu'il génère plus d'externalités de connaissances que d'autres secteurs et que ces externalités (des technologies, des méthodes de productions...) bénéficient à d'autres secteurs et à la société (Greenwald et Stiglitz, 2014).

3. CHANGEMENT STRUCTUREL, MARCHÉS FINANCIERS ET CROISSANCE

Une façon d'envisager le changement structurel, spécialement dans les pays développés, renvoie aussi à l'articulation entre l'industrie et la finance, laquelle peut être conçue d'un double point de vue : soit comme un secteur d'intermédiation monétaire à l'appui du financement des secteurs productifs ; soit comme un secteur se développant, notamment à travers les innovations financières de ces dernières décennies (*equity market*, marchés des options, dérivés de crédit, *junk bond*), au détriment des secteurs productifs. Comme la politique industrielle assimilée dans les années 1980 et 1990 à la seule politique de la concurrence, le secteur de la finance a été également orchestré par la concurrence. Et si la taille du secteur financier en termes de valorisation atteint 80-100 % du PIB quand sa contribution à la croissance est d'environ 8 % aux États-Unis (Rajan, 2005), une autre caractéristique de ce secteur a été son comportement vis-à-vis du risque. Les mutations du secteur financier résultent des changements techniques (réductions des coûts de communication et

d'information), de la réduction des barrières à l'entrée et du développement de nouveaux produits et de nouvelles entités (sociétés privées et fonds d'investissement...), conséquence de la concurrence entre les institutions et les juridictions entre grandes économies développées déjà évoquées. Un ensemble d'évolutions techniques, institutionnelles et dans la régulation ont conduit en effet les acteurs financiers à prendre plus de risques : les nouvelles technologies centralisent l'information et la traitent de manière automatique, ce qui autorise une distance plus importante qu'avant entre les emprunteurs et les prêteurs ; cela diminuant le rôle des informations personnelles, des relations de long terme basées sur la confiance au bénéfice du développement de transactions financières standardisées. De même, les actifs extérieurs détenus par les pays avaient été multipliés par sept entre 1970 et 2000, occasionnant là encore une distance plus importante entre les emprunteurs et les créanciers. La concurrence pousse les décideurs à prendre des risques élevés mais avec des probabilités faibles (profil appelé *tail risks*) car ils doivent obtenir des rendements supérieurs à leurs concurrents, ce qui constitue l'indicateur de la performance. Une spécialisation des marchés financiers s'est organisée et ceux qui sont à l'origine des transactions ne sont pas ceux qui assument finalement les risques (comme en témoigne l'augmentation de la part des CDS – produits dérivés de crédit – dans l'ensemble des crédits du secteur bancaire qui a atteint 30 % dans les années 2000) (Rajan, 2005). La concurrence a également conduit à rechercher des clientèles non traditionnelles et à susciter le développement de l'endettement des consommateurs (Arena, 2011). Elle a également exacerbé les comportements d'imitation, les performances étant comparatives, ce qui a entraîné les valeurs des actifs loin des fondamentaux. Enfin, il faut ajouter le rôle des politiques monétaires accommodantes car les acteurs financiers cherchent à compenser les taux d'intérêt bas que ces politiques impliquent par une plus grande prise de risque.

Tous ces facteurs ont développé des incitations à prendre des risques ayant convergé dans la crise financière qui a débuté en 2007. Les réactions réglementaires et politiques que cette crise, la plus grave depuis les années 1930, a suscitées ne semblent pas avoir neutralisé la totalité de ces mécanismes dangereux. D'un point de vue théorique, la théorie des marchés efficients qui a dominé la théorie financière jusqu'à une période récente a été mise à mal par la crise et surtout un décalage croissant s'est développé entre la

vision académique sur le rôle de la finance dans l'économie avec la perception sociale de ce secteur (Zingalès, 2015). Parmi les vertus attribuées par certains académiques et praticiens aux marchés financiers, y compris dans leur forme moderne incluant les nouveaux acteurs et nouveaux produits, on peut citer qu'ils fournissent des outils de gestion des risques, qu'ils réduisent les asymétries d'information qui pourraient altérer le bon fonctionnement de l'allocation des ressources financières, et de manière plus générale qu'ils constituent un service essentiel dans l'économie, qu'ils sont un instrument de promotion de la croissance et de l'activité économique, qu'ils favorisent l'éducation, qu'ils permettent la réduction de la pauvreté et de l'inégalité. La perception sociale du secteur financier est qu'il est très profitable d'un point de vue individuel mais favorise des rentes et n'est pas socialement profitable ; que loin de réduire les problèmes d'information, les produits financiers sont opaques et favorisent l'aléa moral et les fraudes ; que le secteur financier, loin d'avoir les effets distributifs prétendus, occasionne finalement des transferts de ressources des pauvres vers les riches, des « dupés vers les dupeurs » (Zingalès, 2015). Le secteur financier et les secteurs qui y sont associés (cabinets d'audit, cabinets juridiques...) détourneraient de plus une bonne partie du travail qualifié de l'industrie et des secteurs productifs car il y est beaucoup mieux rémunéré (Phillipon et Reshef, 2012). Cette dernière caractéristique est un exemple de la manière dont il est possible d'appréhender les relations entre industrie et finance d'un point de vue intersectoriel, où le secteur financier peut se déployer au détriment de l'industrie avec un bénéfice social loin d'être démontré.

Une autre manière d'appréhender les relations entre la finance et l'industrie est de considérer l'économie comme un réseau dans lequel d'une part les firmes sont reliées entre elles par des relations de production, des relations commerciales (elles se fournissent et se vendent des biens intermédiaires) et des relations de crédit commerciales. Les firmes sont aussi reliées aux banques par des relations de crédit. D'autre part, le marché du crédit lui-même peut être vu comme un réseau entre les banques sur le marché interbancaire, et entre les institutions financières et les firmes ou les consommateurs. Cette organisation en réseau peut expliquer les phénomènes de diffusion des faillites en cas de défaut de paiement : les firmes peuvent mettre d'autres firmes en difficulté par leur défaut de paiement ; les banques, elles-mêmes affectées par ces défauts de paiement, réagissent

en réduisant leurs prêts à d'autres firmes, les mettant à leur tour en difficulté et augmentant leur taux. Une réduction de l'accès au crédit ou une augmentation des taux d'intérêt conduit alors les firmes à plus de réticence à octroyer des crédits commerciaux à leurs clients, la hausse des taux entraînant la probabilité de nouvelles faillites. De même sur le marché interbancaire, un défaut de paiement provenant de clients, firmes, consommateurs ou d'autres établissements financiers, met les banques en difficulté ce qui conduit – comme dans le cas de la crise des *subprimes* – à une situation de réduction généralisée du crédit affectant l'économie dans son ensemble. Si le système financier, incluant banques et marchés, est un ingrédient incontournable du système économique, il s'avère que les relations entre l'économie productive et la sphère financière constituent bien des « liaisons dangereuses » (Battiston, Delli Gatti, Gallegati, Greenwald et Stiglitz, 2012 ; Delli Gatti, Gallegati, Greenwald, Russo et Stiglitz, 2010). À ce titre, là encore, la puissance publique de l'État, d'une part via des réformes institutionnelles pour limiter ces effets de réseau, et d'autre part via les politiques monétaire et industrielle, doit contrecarrer les aspects nocifs de la finance et subvenir aux besoins de financement dans les domaines où elle s'avère inadaptée.

4. LES RELATIONS ENTRE LA FINANCE ET L'INDUSTRIE : PRÉSENTATION DES ARTICLES DU NUMÉRO

Le premier article de ce numéro, écrit par Arena et Dutraive, revient sur la notion de politique industrielle dans une perspective historique et analytique. L'article présente un schéma de l'évolution de la conception des politiques industrielles depuis le début des années 1980, d'abord celle se confondant essentiellement avec la politique de la concurrence, puis celle dont la finalité est l'innovation technologique et une première adaptation au mouvement de mondialisation dans les années 1990, et enfin celle de la fin du siècle dernier et du début du siècle actuel dont la finalité est de répondre aux défis que constituent le changement technologique, le changement du régime de croissance, ainsi qu'aux effets de l'approfondissement du processus de la mondialisation. Le texte présente également quelle a été l'évolution des approches économiques pouvant justifier les instruments de politiques publiques utilisés, en montrant d'une part que

des approches différentes peuvent constituer le cadre conceptuel d'une même politique, les théories libérales et néolibérales développant des arguments et des conceptions distinctes de la politique de la concurrence, les politiques de soutien à l'innovation trouvant un cadre analytique à la fois dans les analyses des défaillances de marché, les théories économiques évolutionnistes et l'économie géographique. D'autre part, le texte montre de quelle manière les théories elles-mêmes ont évolué pour répondre aux nouveaux contextes dont elles cherchent à rendre compte. Le texte fait enfin apparaître que la période actuelle peut se caractériser aussi bien dans les politiques que dans les théories par un plus grand éclectisme et pragmatisme que dans les périodes passées.

Le texte suivant, de Dosi, Sapio et Revest, traite des liens entre finance et microéconomie de l'innovation et croissance en adoptant une perspective évolutionniste, les approches néoclassiques évacuant le rôle des institutions en amont du choix et de l'allocation des ressources dans les échanges et la production ainsi que les phénomènes hors de l'équilibre. L'approche évolutionniste a comme caractéristique d'aborder les relations entre finance, innovation et croissance dans leur double sens et toute forme de changement comme non exogène : la finance étant considérée comme déterminante dans les mécanismes microéconomiques d'allocation et de gestion des ressources et des connaissances des firmes. Le changement technologique a également un impact dans le fonctionnement même des institutions financières et l'innovation est devenue, par divers mécanismes, le support du financement des firmes. Le texte examine de manière critique et à travers l'examen d'une abondante littérature empirique, les différentes fonctions associées aux marchés financiers ainsi que les critères de performances en distinguant le court du long terme : la fonction de sélection s'opérant souvent autant par les déterminants économiques (productivité, profitabilité, taille, organisation...) ou intangibles (réputation, réseaux...) que par les critères financiers eux-mêmes. Autre fonction associée aux marchés financiers, la *corporate governance* est examinée de manière originale par les auteurs à travers des travaux d'historiens sur les marchés financiers montrant que les marchés peuvent être favorables à l'innovation à condition d'être dans un cadre institutionnel qui favorise la proximité, la confiance et l'intérêt commun. Ces arguments rencontrent en effet l'économie évolutionniste, en montrant la variété et l'évolution des structures institutionnelles des marchés financiers à travers le temps. Les auteurs terminent en présentant des formes nouvelles de

structures destinées au financement des PME et des start-up innovantes, illustrant une des formes du changement structurel dans le domaine des marchés financiers.

En effet, un des enjeux structurels liés aux relations entre la finance et l'industrie depuis la crise est sans doute la confirmation d'un système bancaire et financier qui reste – malgré un certain nombre de réformes – souvent mal adapté au soutien de la croissance. L'article de Broyer, Schneider, Verluise interroge le changement de comportement de liquidités financières des entreprises non financières du G7 lesquelles, notamment depuis la crise, ont opéré une augmentation massive de détention de liquidités. Les auteurs proposent de tester l'hypothèse du motif de précaution consécutif à la contraction du crédit bancaire pour expliquer cette évolution. Ils montrent que c'est bien le cas dans les pays où la désintermédiation du financement externe a augmenté depuis la crise c'est-à-dire les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. En revanche, cette explication ne serait pas pertinente en Europe continentale. Les auteurs évoquent aussi des effets de structures pouvant conduire à cette augmentation : par exemple, la réglementation relative à la protection des actionnaires peut s'avérer plutôt défavorable à la détention de liquidité ; ou bien, les niveaux de taxation différenciés entre pays conduisent les firmes multinationales à concentrer leurs liquidités dans certains de leurs établissements. À côté de ces facteurs institutionnels, les auteurs évoquent aussi l'impact de la conjoncture économique dans la détention de liquidité, et notamment, le poids des créances sur les clients mais surtout les investissements. Cette situation d'augmentation très importante des liquidités des entreprises aboutit à s'interroger sur le changement structurel en cours dans le fonctionnement général de l'économie, dans le fait que les sociétés non financières ont tendance à devenir des agents à capacité de financement – en conséquence notamment d'un sous-investissement persistant. Les auteurs s'interrogent sur la signification de ce phénomène relativement inédit, et qu'ils interprètent comme la possibilité du symptôme de la stagnation séculaire que certains redoutent.

Le texte de Dufour, Nasica et Torre illustre aussi l'inefficacité relative du système financier et démontre également, d'une certaine façon, l'adaptation opérée par les entreprises pour faire face à ses carences. À travers un modèle théorique et des simulations, les auteurs tendent à démentir l'idée commune que parmi les structures de *private equity*, les investisseurs

en capital-risque indépendants (IVC) financés par des investisseurs institutionnels présenteraient de meilleures performances que les capital-risqueurs filiales de sociétés industrielles (*corporate venture capitalists* ou CVC), notamment en raison d'une moindre sélectivité des projets financés par ces dernières, assurées d'être soutenues par leur maison-mère. L'étude tend à expliquer les ressorts de l'efficacité des CVC dont les logiques sont beaucoup moins court-termistes et reposent beaucoup plus sur des stratégies industrielles : tout d'abord, les CVC mettent plus que des ressources financières à la disposition des firmes qu'elles financent, elles apportent des ressources en termes de réseaux inter-firmes ; ensuite, les projets retenus présentent des complémentarités et des synergies avec la maison-mère (alliances stratégiques, relations client-fournisseur, relations technologiques). Les auteurs proposent aussi une explication supplémentaire des propriétés économiques positives des agglomérations géographiques et des clusters en montrant que les performances des CVC peuvent être associées aux synergies liées à la proximité géographique des projets sélectionnés, générant des interactions entre projets financés ou effets sur les autres entreprises du cluster.

Le caractère déstructurant de la finance et la désindustrialisation mise à jour par les crises du début du XXI^e siècle ont conduit les gouvernements des pays les plus touchés, et notamment les autorités politiques françaises, à chercher à « retrouver le sens du long terme, financer l'économie réelle, réindustrialiser notre pays » (Macron, 2015). Cela passe en particulier par reconsidérer le rôle de l'actionnariat en favorisant la « démocratie actionnariale » et les stratégies d'investissement de long terme : encourager les formes stables d'actionnariat, l'actionnariat des particuliers (dont les taux d'épargne sont en moyenne très élevés en France), l'épargne salariale dans les PME, l'actionnariat familial, l'actionnariat public ; trouver les moyens d'orienter les investisseurs institutionnels en direction des investissements de long terme et le financement de l'industrie. « C'est pour leur donner les moyens de concrétiser cette vision que nous avons voulu que les actionnaires conservant leurs titres au moins deux ans puissent détenir des droits de vote doubles » (*ibid.*). Un autre ensemble de textes de ce numéro reprend justement le thème central de la gouvernance des firmes à propos des relations finance-industrie et propose des études empiriques sous deux angles particuliers. Le texte de Aubert, Chassagnon et Hollandts présente une étude relative à un dispositif réputé relativiser les excès de la financiarisation des stratégies d'entreprises et améliorer l'inclusion

du travail en développant l'actionnariat salarié. Outre que ce dispositif peut constituer un facteur de démocratie économique en impliquant une meilleure représentation des salariés dans les instances décisionnelles de l'entreprise, il est aussi susceptible de contribuer directement à la performance économique de l'entreprise à travers des mécanismes bien connus en théorie économique, les incitations, la motivation, le sentiment d'appartenance, l'identité... Le texte propose une étude empirique portant sur une grande entreprise française cotée au CAC 40, et propose d'analyser le lien entre performance économique, mesurée par le chiffre d'affaires et la productivité et l'actionnariat salarié et tend à montrer dans le cas étudié une relation clairement positive. Le texte d'Auvray et Brossard porte également sur la question de l'actionnariat mais aborde une caractéristique structurelle du capitalisme français, lequel présente une forte proportion d'administrateurs communs dans les conseils d'administration des grandes entreprises du CAC 40. L'étude, qui s'étend sur la période de 1996-2006, contribue à montrer que la propriété constitue toujours un moyen privilégié parmi les formes possibles de contrôle et d'influence des établissements financiers (banques et assurances) sur les entreprises. L'étude empirique met en lumière pour les cas étudiés la forte corrélation entre les réseaux financiers et des réseaux personnels dans l'économie française. L'étude montre les implications d'une telle imbrication : elles favorisent les activités de fusion-acquisition, les alliances stratégiques, la synchronisation des prix sur les marchés d'actions ou sur les taux d'intérêt.

Enfin, le numéro se conclut par un article de Bianchi et Labory reprenant les grands thèmes associés aux relations entre secteurs financiers et non financiers. L'idée défendue est que le secteur financier conçu comme nécessaire s'est cependant développé au-delà du seuil de ses effets bénéfiques théoriques pour la croissance et en partie aux dépens du secteur non financier. Le texte rappelle que la croissance elle-même repose désormais davantage sur des instruments financiers – plus profitables – que sur les processus traditionnels de production et d'échange. La croissance de la financiarisation absorbe des ressources au détriment du secteur réel et de l'investissement de long terme. Pour les auteurs, les systèmes financiers aussi sont devenus plus vulnérables car plus interconnectés. Dans ce contexte, le renouveau de la politique industrielle doit être conçu pour contrecarrer les effets négatifs des excès de la financiarisation. Dans une conjoncture de baisse de l'investissement en Europe, il est nécessaire de concevoir des outils publics incluant le secteur financier et des politiques à

l'égard du secteur financier pour favoriser l'investissement de long terme, la création de connaissance et l'innovation. Le texte suggère de nouvelles formes de gouvernances de la politique industrielle, multi-niveau et participative, et un rôle du gouvernement pour rééquilibrer les avantages comparatifs, notamment dans les secteurs vert et high-tech.

Ce numéro spécial a été coordonné par Véronique Dutraive et Valérie Revest. Nous remercions particulièrement Vincent Frigant pour sa participation tout au long du processus de réalisation du numéro, ainsi que les rapporteurs anonymes des articles.

RÉFÉRENCES

- ACEMOGLU, D. (2009), *Introduction to Modern Economic Growth*, Princeton, NJ, Princeton University Press.
- AGHION, P. (2015), « Les énigmes de la croissance », *Leçon inaugurale pour la Chaire Économie des institutions, de l'innovation et de la croissance du Collège de France*, 1^{er} octobre 2015.
- ARENA, R., DUTRAIVE, V., (2016), « La théorie des jeux peut-elle aider à comprendre l'évolution des politiques de la concurrence et des politiques industrielles depuis la fin des années 1970 ? », *Revue économique*, 67, hors-série « Bilan et renouvellement théoriques dans l'analyse des politiques de concurrence », 9-24.
- ARENA, R., PORTA, P. L. (EDS.) (2012), "Structural Dynamics and Contemporary Growth Theory", *Structural Dynamics and Economic Growth*, Cambridge, Cambridge University Press.
- ARENA, R. (2011), « Faut-il toujours plus limiter la responsabilité et transférer le risque pour financer l'industrie ? », *Revue d'économie financière*, 104(4), 107-124.
- BATTISTON, S., DELLI GATTI, D., GALLEGATI, M., GREENWALD, B., STIGLITZ, J. E., (2012), "Liaisons dangereuses: Increasing connectivity, risk sharing, and systemic risk", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 36(8), 1121-1141.
- COLIN, N., LANDIER, A., MOHNEN, P., PERROT, A. (2015), « Économie numérique », *Les Notes du Conseil d'analyse économique*, n° 26, octobre.
- DELLI GATTI, D., GALLEGATI, M., GREENWALD, B., RUSSO, A., STIGLITZ, J. E., (2010), "Business fluctuations in a credit-network economy", *Papers 1006.3521*, arXiv.org.
- DUTRAIVE, V. (2011), « La finance et l'industrie », article introductif au numéro spécial « Finance et industrie », *Revue d'économie industrielle*, 134, 13-25.
- DUTRAIVE, V. (2009), "Economic Development and Institutions: Anatomy of the New Institutionnal Economic's Research Program", *Revue de la régulation*, 6(2).
- FRANCE STRATÉGIE (2016), « La croissance mondiale d'une décennie à l'autre : enjeux », document n° 1727, mars, 1-12.
- GREENWALD, B., STIGLITZ, J. E. (2014), "Industrial Policies, the Creation of a Learning Society, and Economic Development", in J. E. Stiglitz, J. Y. Lin (Eds.), *The Industrial Policy Revolution I: The Role of Government Beyond Ideology* (pp. 43-71), Houndmills, UK and New York: Palgrave Macmillan.

- MACRON, E. (2015), « Retrouver l'esprit industriel du capitalisme », *Le Monde*, 24 avril.
- KUZNETS, S. (1971), "Prize Lecture: Modern Economic Growth: Findings and Reflections", http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1971/kuznets-lecture.html.
- LIN, J. Y. (2012), *New Structural Economics: A Framework for Rethinking Development*, Washington D.C., The World Bank.
- PHILLIPON, T., RESHEF, A. (2012), "Wage and Human Capital in the U.S Financial Industry: 1909-2006", *The Quarterly Journal of Economics*, 127(4), 1551-1609.
- RAJAN, R. G. (2005), "Has financial development made the world riskier?", *Proceedings Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Aug., pp. 313-369.
- RODRIK, D. (2011), "Globalization, Structural Change and Productivity Growth", NBER Working Paper, n° 17143.
- RODRIK, D. (2013), "Structural Change, Fundamentals and Growth: An Overview", Working Paper.
- STIGLITZ, J. E., LIN, J. Y., MONGA, C. (2011), "Introduction: The Rejuvenation of Industrial Policy", in J. E. Stiglitz, J. Y. Lin (Eds.), *The Industrial Policy Revolution I: The Role of Government Beyond Ideology* (pp. 1-15), Houndmills, UK and New York: Palgrave Macmillan.
- STIGLITZ, J. E. (2012), "Comments to introduction", in J. Y. Lin, *New Structural Economics: A Framework for Rethinking Development*, Washington D.C., The World Bank.
- ZINGALÈS, L. (2015), "Does Finance Benefite Society?", Working Paper NBER, n° 20894, January.