

L'individu, le marché et l'opinion : réflexions sur le capitalisme patrimonial

André Orléan

Article¹ proposé à la revue *Esprit*, novembre 2000, 51-75

A partir du début des années quatre vingt, une série d'évolutions ont transformé en profondeur nos économies. Elles ont conduit à l'apparition d'un nouveau régime macroéconomique d'accumulation, que certains appellent « régime d'accumulation financiarisé » pour souligner le rôle prépondérant qu'y joue désormais la finance. En effet, aujourd'hui, où que l'économiste tourne son regard, que ce soit vers les entreprises, les ménages, les innovations technologiques ou la politique économique, il constate une même emprise des réalités financières. Cette présence n'est pas moins affirmée si l'on considère les mutations sociétales de grande ampleur qui accompagnent ces évolutions économiques, à la fois en ce qui concerne le politique, la protection sociale ou l'espace public. On comprend, dans ces conditions, qu'une compréhension adéquate de la logique financière soit devenue un prérequis absolu pour qui veut rendre intelligible la société contemporaine.

Tel est notre point de départ. Nous lui consacrons la première partie de ce texte. La thèse centrale qui y est développée établit que l'évaluation financière est le produit d'une logique d'opinion. Cette thèse a de quoi surprendre. On ne peut imaginer point de vue plus opposé à ce que professe la pensée académique. Pour celle-ci, le cours boursier est l'expression d'une grandeur objective, à savoir la profitabilité des entreprises. Ici, nulle affaire d'opinion mais le calcul au plus juste des gains à long terme des firmes. Pour nous, *a contrario*, les marchés financiers organisés sont des structures dont le but premier est de créer des consensus au sein de la communauté financière, de faire émerger des croyances partagées là où, sans eux, n'existerait que l'infinie variété des manières idiosyncrasiques de déchiffrer l'avenir². Au regard de cette conception, la finance se comprend comme étant une puissance autonome d'évaluation et non comme le reflet de grandeurs qui lui préexisteraient. Une fois ce diagnostic établi, une deuxième partie revient sur les formes contemporaines qu'a prises le pouvoir financier. L'accent est mis sur le rôle majeur que jouent désormais les investisseurs

¹ Nous remercions vivement Frédéric Lordon et Hélène Tordjman pour leurs remarques toujours fort judicieuses.

² Cette première partie s'appuie sur les analyses que j'ai développées dans *Le pouvoir de la finance* (Paris, Odile Jacob, 1999).

institutionnels et, tout particulièrement, les fonds de pension. En tant qu'ils représentent un actionnariat minoritaire, leurs moyens d'action sont tout à fait différents de ceux, traditionnels, que confère le contrôle effectif du capital. Le pouvoir des fonds de pension apparaît alors, dans la suite des analyses précédentes, comme un pouvoir d'essence médiatique tourné vers l'opinion du marché dans le but de l'influencer ou de la convaincre. La troisième et dernière partie cherche à mesurer les conséquences sur le lien social de la diffusion du statut d'actionnaire minoritaire au sein même du salariat. C'est là un ébranlement considérable qui non seulement signe la mort de la régulation fordiste, mais conduit également à une mutation en profondeur dans la manière dont chaque individu perçoit sa communauté d'appartenance et les rapports de solidarité qui l'unissent aux autres. Pour le dire autrement, dans le passage de l'individualisme citoyen à l'individualisme patrimonial, c'est la question de l'espace public qui est posée. La logique de la liquidité financière mondialisée déstructure tendanciellement les espaces nationaux d'évaluation et crée une forme nouvelle d'interconnexion dont Internet est l'illustration la plus forte. Avec le capitalisme patrimonial, on assiste à l'avènement de l'opinion globale comme forme supérieure de la médiation sociale. C'est sur ce point que nous concluons.

L'autonomie de la finance : logique autoréférentielle versus analyse fondamentaliste

L'idée d'une autonomie de la finance est fermement repoussée par la théorie économique traditionnelle pour qui les cours boursiers ont un fondement objectif, à savoir la capacité des entreprises à faire des profits, ce qu'on appelle encore leur « valeur fondamentale ». Selon cette approche dite « fondamentaliste », le marché a pour fonction de révéler publiquement cette valeur en utilisant au mieux les informations disponibles. Lorsque le cours boursier reflète fidèlement la valeur fondamentale, le marché est alors dit « efficient »³. Aussi, aux yeux d'un théoricien fondamentaliste, la finance est-elle le reflet de l'économie réelle. Elle ne possède aucune autonomie. Elle a pour fonction d'évaluer les potentialités à venir de l'économie pour guider les choix d'investissement en les dirigeant

³ L'efficience financière est de nature informationnelle puisqu'elle désigne la capacité supposée du marché à utiliser de manière adéquate l'ensemble des informations dont il dispose. Une bourse efficiente fournit au capitalisme l'équivalent fonctionnel d'un planificateur puisque la seule lecture des cours permet aux investisseurs de connaître la profitabilité future des diverses entreprises. C'est cette propriété qui justifie, aux yeux d'un économiste libéral, l'existence des marchés financiers.

vers les secteurs porteurs. Nous nous opposons à cette vision par trop réductrice du rapport économie/finance pour au moins deux raisons.

D'une part, parce que l'estimation de la valeur fondamentale ne procède en rien d'un calcul. En effet, sur quelles bases pourrions-nous calculer les profits futurs d'une entreprise dans cinq ans, dix ans ou trente ans ? Le futur est, par nature, opaque et soumis à une incertitude radicale qui interdit de donner à cette estimation un quelconque fondement scientifique. Il ne s'agit jamais que d'une opinion, d'un pur pari exprimant des convictions personnelles, sur des bases toujours fragiles⁴. D'autre part, l'observation même des cours boursiers conduit à prendre ses distances par rapport à l'approche fondamentaliste. En effet, les très fortes variations du prix des actions, de jour en jour ou d'heure en heure, ne peuvent être expliquées par les modifications d'une économie réelle dont les évolutions sont lentes et de faible amplitude au regard de la volatilité boursière.

On ne peut donc pas affirmer que la finance est le simple reflet des valeurs réelles. Pour nous, le marché est un lieu où se construisent des normes d'évaluation, où s'invente une vision particulière de l'avenir. Le prix ne reflète rien si ce n'est les croyances de l'opinion financière. On mesure alors le pouvoir financier et son autonomie à sa capacité à imposer à l'économie son jugement et ses évaluations. Avancer dans l'explicitation de cette thèse suppose que soient pensés à nouveaux frais le rôle des marchés financiers et la manière dont s'y structure l'opinion. Ce sont les concepts de liquidité, d'autoréférentialité et de convention qui vont nous le permettre. Ils construisent une image radicalement nouvelle de la finance de marché. Commençons par la liquidité.

La liquidité

A la question « Pourquoi existe-t-il des marchés financiers organisés ? », on a vu que la théorie orthodoxe répond : « Pour estimer au mieux la valeur des entreprises et, ce faisant, permettre une allocation efficace du capital productif ». Selon nous, cette réponse est erronée. Les bourses de valeur ont été inventées pour répondre à un besoin beaucoup plus pragmatique, immédiat et urgent : rendre aisément négociables, à tous instants, les titres de

⁴ Si un tel calcul est envisagé par la théorie financière orthodoxe, c'est toujours au prix de simplifications excessives. Elle suppose que le monde est stationnaire et qu'est connue la liste exhaustive des événements susceptibles de survenir. Keynes fut un des premiers économistes à remettre en cause cette modélisation de l'incertitude. Dans le chapitre 12 de la *Théorie Générale* consacré à « L'état de la prévision à long terme », il insiste sur « l'extrême précarité des bases sur lesquelles nous sommes obligés de former nos évaluations des rendements escomptés » (*Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Petite Bibliothèque Payot, n°139, 1971, p. 162). Autrement dit, même dans le cas où les investisseurs s'intéresseraient uniquement à

propriété dans le but de diminuer les risques liés à l'investissement productif. Pour le comprendre, rappelons que les actions, en tant qu'elles sont des droits de propriété sur une entreprise, représentent un capital physique immobilisé sous forme de machines et d'usines qui engendre des profits progressivement au cours des années, au fur et à mesure que se déroule le processus de production. Ce faisant, détenir une action vous confère un droit sur le flux à venir des dividendes escomptés. C'est seulement une promesse d'argent. Il s'ensuit un risque pour le propriétaire qui, face à des dépenses imprévues, peut se trouver en grandes difficultés faute de pouvoir transformer immédiatement ses actions en argent. C'est pour supprimer ce risque qu'ont été créés les marchés financiers organisés. Ils permettent de négocier à tout moment des titres qui pourtant représentent un capital fixe et immobilisé. Les bourses de valeur sont des créations institutionnelles inventées pour répondre à une exigence spécifique des créanciers : rendre liquides⁵ les droits de propriété.

Contrairement à la « théorie du reflet », cette conception de la finance donne à voir un rapport complexe et contradictoire entre économie réelle et marchés financiers. Ceux-ci, loin d'être de simples extensions des rapports de production et d'échange, apparaissent comme l'expression d'une volonté de contournement des contraintes que les délais de production font peser sur le processus de valorisation des capitaux. Alors qu'aux yeux des partisans de l'efficience boursière, la déconnexion entre l'évaluation financière et le monde productif est pensée comme un accident, comme le produit transitoire de l'irrationalité des foules spéculatives, nous soutenons que cette déconnexion est inscrite dans la définition même du projet que poursuit la finance de marché. La liquidité financière s'analyse, *dès son origine*, comme une transgression de l'économie réelle. Elle instaure une coupure radicale entre le temps de la production et le temps de la finance. Alors que la mise en valeur du capital productif est un processus qui s'inscrit dans la longue durée puisqu'elle requiert l'immobilisation irréversible du capital, la liquidité produit des occasions incessantes de réévaluation et donc de profit. Au regard des nécessités productives, cette réévaluation fréquente des cotations, toutes les minutes ou toutes les heures, qu'imposent les bourses de valeur, n'a aucun sens. Il n'y a rien dans la nature du capital productif qui corresponde à cette liquidité. Elle crée *ex nihilo* un monde artificiel de prix et de contrats dont la finalité est de permettre un allègement du risque porté par les propriétaires.

la valeur fondamentale, l'estimation de celle-ci n'est jamais qu'une opinion particulière faute d'un cadre objectif permettant son calcul.

⁵ Pour une analyse plus précise de ce qu'est la liquidité et comment elle peut être mesurée, nous renvoyons le lecteur à notre livre, *Le pouvoir de la finance*, déjà cité.

Cette artificialité du monde boursier est souvent mise en avant par les analystes, par exemple lorsqu'ils soulignent l'extrême disproportion existant entre la circulation financière et la circulation des marchandises⁶. Mais, faute d'une théorie adéquate, elle apparaît comme un phénomène pathologique alors qu'il faut y voir une transgression aux règles précises, voulue et programmée par la communauté financière. La nouvelle régulation qu'elle impose a pour trait caractéristique d'organiser les transferts de propriété sur la base d'**évaluations publiques**, à savoir les prix de marché. Ce faisant, elle se distingue fortement d'autres formes d'organisation du capital au sein desquelles la transmission et le contrôle de la propriété se négocient hors marché entre actionnaires prépondérants, comme c'est le cas lorsque dominant le pouvoir bancaire ou les pactes d'actionnaires. Cette finance boursière centrée sur la liquidité est au cœur même du capitalisme contemporain. Elle y a connu un développement sans précédent et a donné naissance à un pouvoir actionnarial de type nouveau, représenté par les fonds de pension américains, créateur de nouvelles normes et pratiques ayant conduit à l'émergence d'une macroéconomie originale. Mais elle va plus loin : au travers du gouvernement d'entreprise, de l'épargne salariale et du rôle structurant que joue désormais la capitalisation dans la formation des retraites⁷, elle est porteuse d'un projet qui vise à une mutation radicale du pacte social. C'est ce point de vue qui justifie à nos yeux une analyse renouvelée de la finance de marché comme pouvoir de transformation sociale. Pour la comprendre, commençons par en analyser le dispositif central : l'évaluation publique. Nous le ferons à partir du concept d'autoréférentialité.

L'autoréférentialité spéculative

Ayant abandonné la perspective fondamentaliste et l'hypothèse d'efficience, comment est-il possible de penser l'évaluation boursière ? C'est là une question essentielle dont l'enjeu dépasse la seule sphère financière. Dire que le prix a la dimension d'une opinion, n'est-ce pas reconnaître son indétermination fondamentale ? N'est-on pas alors nécessairement conduit à abandonner toute exigence scientifique ? Nous voudrions montrer qu'il n'en est rien. La notion de « convention financière » va nous permettre de proposer une analyse qui reconnaît la dimension intersubjective du prix mais en en objectivant les principes de formation. Le rapprochement avec la notion kuhnienne de paradigme est, de ce point de vue, éclairant. Il

⁶ On cite souvent un rapport de 1 à 50 voire de 1 à 60.

⁷ Ou qu'elle cherche à jouer ...

s'agit de construire une démarche qui intègre le rôle que jouent les croyances collectives tout en évitant les pièges du relativisme⁸.

A la bourse, pour gagner de l'argent, il est essentiel de prévoir comment le marché va évoluer : tel est, en un résumé extrêmement concentré, le point de départ de notre réflexion. Cette idée très simple nous éloigne de l'analyse fondamentaliste qui considère quant à elle que l'important pour faire des profits est de deviner au mieux la valeur fondamentale des entreprises. Or, sur un marché, ce qui compte, ce sont les prix tels qu'ils se déterminent à chaque instant et non tels qu'ils devraient être. Ce sont eux, et eux seulement, qui conditionnent les gains et les pertes des investisseurs. Comme l'écrit un praticien : « Peu importe la qualité du raisonnement s'il doit être démenti par la Bourse, c'est-à-dire par l'opinion collective qui y prédomine. Pas plus qu'un homme politique, le gestionnaire ou l'analyste ne peut avoir pratiquement raison contre l'opinion majoritaire de ses électeurs ; c'est le marché qui vote⁹. » Il s'ensuit une structure singulière qui diffère du modèle fondamentaliste en ce qu'elle pose comme norme, non pas une réalité objective extérieure au marché, à savoir la valeur fondamentale, mais une variable endogène, en l'occurrence l'opinion du marché. Face à une information nouvelle rendue publique, il s'agit pour chacun, non pas d'analyser les effets de cette information sur la valeur fondamentale, mais de prévoir comment le marché va réagir. Si l'on anticipe une hausse, on achète le titre ; dans le cas contraire, on vend. Contrairement au modèle fondamentaliste, cette analyse nous dit que les anticipations des agents ne sont pas tournées vers l'économie réelle, mais vers les anticipations des autres intervenants. Cette règle de comportement conduit à une première déconnexion entre finance et économie réelle dans la mesure où ce qui importe sur un marché, ce n'est pas le contenu réel d'une information au regard des données fondamentales mais bien la manière dont l'opinion collective est supposée l'interpréter. Il s'ensuit une rationalité singulière, de nature fondamentalement **mimétique** en ce qu'elle cherche à mimer le marché pour le précéder dans ses évolutions, aussi erratiques soient-elles. Si je crois que demain les cours de la bourse vont augmenter, alors mon intérêt me dicte d'acheter des actions, même si je pense qu'au regard des fondamentaux, cette hausse est aberrante. L'imitation est un comportement parfaitement rationnel au niveau individuel même si elle conduit collectivement à des situations fort dommageables pour l'économie, comme c'est le cas

⁸ Pour Kuhn, les énoncés scientifiques dépendent des représentations collectives que partage, à un moment donné, la communauté scientifique, tout en étant des descriptions pertinentes du monde physique environnant.

⁹ Pierre Balley, *La Bourse : mythes et réalités*, Paris, Presses Universitaires de France, 1987, p. 137.

lorsque apparaissent des bulles spéculatives, à savoir des écarts durables entre les cours boursiers et les fondamentaux.

On est là face à une vision complexe et novatrice qui tranche avec les modèles traditionnels d'évaluation. Pour analyser cette structure, Keynes a proposé une illustration simple et éclairante. Il compare « la technique du placement à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir (une plus jolie photographie) parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents¹⁰. » Dans ce jeu, comme dans l'analyse précédente, peu importe ce qu'on pense être véritablement la plus jolie photographie. Ce qui compte est de déterminer comment les autres analysent ce problème pour se rapprocher le plus de ce qu'ils pensent. On cherche à prévoir l'opinion collective. Cependant, si l'on suppose que les participants au jeu sont tous également rationnels, il en découle que l'opinion des autres se détermine elle aussi à partir de l'idée qu'eux-mêmes se font de l'opinion du groupe. Comme l'écrit Keynes, « chaque concurrent doit donc choisir non la photographie qu'il juge lui-même la plus jolie, mais celle qu'il estime le plus propre à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle.¹¹ » On est donc confronté à une structure « spéculaire » puisque, comme dans un jeu de miroirs mis en abyme, chacun cherche à percer la pensée des autres intervenants, autres intervenants qui eux-mêmes se livrent à la même tâche. Une telle logique est dite « autoréférentielle ».

Ses propriétés en sont remarquables, mais il en est une toute particulière, sans équivalent dans le modèle fondamentaliste et qui joue un rôle central en matière financière, à savoir **l'autovalidation des croyances** : si tout le monde croit que les autres concurrents préfèrent la photographie A, il en découle que chacun rationnellement fera le choix de la photographie A, ce qui aura pour conséquence de faire effectivement de cette photographie, la photographie préférée du groupe. Cette propriété éclaire une dimension essentielle de l'autoréférentialité : est sélectionnée non pas la photographie la plus jolie, mais celle qui apparaît aux yeux des participants comme la plus propre à recueillir les suffrages du groupe. Pour cette raison, la rationalité autoréférentielle se donne comme objet d'analyse, non pas les opinions individuelles, mais l'opinion du groupe considéré globalement en tant qu'entité

¹⁰ Keynes, *op. cit.*, p. 168. Pour simplifier, j'ai considéré qu'on recherchait la plus jolie photographie là où Keynes donne à choisir « les plus six jolis visages. »

collective dotée d'un jugement autonome. Il s'agit alors d'en modéliser les critères d'évaluation. C'est ainsi qu'en matière financière, on entend souvent des énoncés du type « le marché croit que ... » ou « le marché pense que ... ». Dans cet exercice, la rationalité autoréférentielle fait jouer un grand rôle aux expériences passées qu'a connues le groupe, expériences qui ont façonné ses représentations et ses croyances. Par exemple, si l'on considère à nouveau le « concours de beauté keynésien », il apparaît que le choix collectif du groupe considéré variera fortement selon que le jour précédent, ce même groupe, ayant eu à décerner le prix du meilleur film, aura choisi un film en noir et blanc ou en couleurs. Bien qu'il s'agisse là d'une donnée manifestement sans pertinence pour qui cherche à déterminer réellement quelle est la plus jolie photographie, il n'en est pas du tout de même du point de vue de la rationalité autoréférentielle. En effet, le choix passé du noir et blanc ou de la couleur s'impose aux yeux de tous comme une **saillance** remarquable. Aussi, un grand nombre de concurrents sera-t-il tenté d'y voir un critère propre à être retenu par les autres intervenants comme caractérisant le jugement esthétique du groupe. Dans ces conditions, la photographie sélectionnée vérifiera ce critère, ce qui validera *ex post* la pertinence du raisonnement autoréférentiel. Dans cet exemple comme dans la pratique financière, il s'agit toujours de copier les comportements saillants, c'est-à-dire ceux qu'on estime propres à être copiés par les autres : telle est le principe clé de la rationalité autoréférentielle. Comme nous allons le voir, une caractéristique de ce processus autoréférentiel est de faire émerger des consensus, plus ou moins durables, qui structurent les croyances et les attentes du groupe.

La convention financière

Appliquée aux marchés financiers, l'analyse autoréférentielle décrit une communauté active et anxieuse, interrogeant toutes les hypothèses et toutes les rumeurs, pour déterminer celles susceptibles d'obtenir l'assentiment du marché. Ce processus d'exploration dégénère fréquemment en polarisations mimétiques sporadiques lorsque tel ou tel événement est sélectionné simultanément par un grand nombre d'acteurs en raison de sa saillance supposée, et cela indépendamment de son contenu informationnel réel¹². Il s'ensuit de fortes et

¹¹ Cette citation de Keynes a été légèrement transformée pour tenir compte du fait que chacun recherche la plus jolie photographie et non les six plus jolis visages comme dans le texte de la *Théorie Générale*. Cf. note précédente.

¹² On retrouve une même logique autoréférentielle lorsqu'on s'intéresse au fonctionnement des grands médias. La contrainte concurrentielle, à savoir celle de l'audimat, conduit ces acteurs médiatiques à rechercher non pas l'information pertinente au regard de critères « fondamentaux », mais bien l'information apte à recueillir l'intérêt du public tel que ces médias l'anticipent. Dans le cas financier comme dans le cas médiatique, on retrouve, par

soudaines variations de prix, sans rapport avec les fondamentaux. C'est là un mécanisme cognitif qui concourt puissamment à la volatilité excessive que connaissent les cours boursiers. Ce processus d'exploration mimétique des hypothèses peut cependant se stabiliser durablement lorsqu'une interprétation finit par recueillir l'adhésion généralisée du marché. Dans ces conditions, émerge un modèle d'évaluation reconnu par chacun comme légitime, ce qu'on appellera une **convention**. C'est de cette façon que le groupe autoréférentiel surmonte provisoirement son déficit de référence objective : tant que la convention est acceptée, la dynamique spéculative est notablement simplifiée puisqu'alors, pour prévoir ce que les autres vont faire, il suffit de se reporter à ce que la convention prévoit. Par le jeu de l'autovalidation des croyances, il s'ensuit une relative stabilité de la convention qui devient, pour les agents, comme une seconde nature.

Avec le concept de convention, après ceux de liquidité et d'autoréférentialité, s'achève notre analyse théorique de la finance comme pouvoir autonome d'évaluation. On y trouve modélisée la capacité du marché à s'auto-organiser autour de l'adhésion collective à certaines croyances portant sur le devenir de l'économie. L'exemple le plus récent d'une telle convention nous est donné par ce qu'on peut appeler « la convention Internet », à savoir le modèle d'évaluation qui a dominé les bourses internationales durant les dernières années jusqu'au krach d'avril 2000. Cette convention illustre pleinement notre thèse de l'autonomie de la finance autoréférentielle. Pour le voir, considérons la manière dont, en 1999, elle évaluait conjointement la firme de vente de jouets Toys « R » Us qui appartient à « l'ancienne économie » et son tout jeune concurrent électronique eToys. La première est ancienne, réalise un chiffre d'affaires 400 fois plus élevé que celui de la seconde et fait d'importants profits alors qu'eToys ne fait que des pertes. Cependant, en 1999, sa capitalisation était quatre fois moindre¹³ ! Pourquoi ? Parce qu'il était supposé une croissance exceptionnelle du commerce électronique devant bénéficier uniquement à la firme eToys. Si tous les critères objectifs et fondamentaux (taille, notoriété, ancienneté, chiffre d'affaires et profits) peuvent être ainsi balayés au nom d'une vision, par nature très incertaine, sur ce que sera l'avenir, alors très clairement tout est possible en matière d'évaluation de marché. Il s'ensuit que, pour rendre intelligible le niveau des cours, il faut partir des conventions que le marché se donne à lui-

exemple, une même valorisation excessive de la vitesse, et cela indépendamment ou presque du contenu de l'information dévoilée. Il importe toujours d'être le premier. La congruence de ces deux logiques d'opinion joue un rôle important dans la constitution de ce que nous appellerons une « opinion globale. »

¹³ C'est là une situation très banale qu'on retrouve, par exemple, dans la comparaison entre Amazon.com et Barnes & Nobles pour ce qui est des ventes de livres. Et ceci alors même que les firmes de la vieille économie commençaient également à développer des sites de commerce électronique.

même par le jeu des consensus mimétiques. *In fine*, c'est toujours la bourse qui impose sa vision.

Maintenant que nous disposons d'une théorie satisfaisante de la logique financière, il convient d'analyser les effets de cette logique sur l'économie réelle : jusqu'à quel point la finance en tant que pouvoir autonome peut-elle modeler le monde qui l'entoure ? Lorsqu'on a en tête l'extension prise depuis une dizaine d'années par les marchés de titres, on comprend que l'enjeu de cette question dépasse le seul champ théorique. Il s'agit de saisir ce qui fait la spécificité même du capitalisme contemporain, en quoi on peut parler, à son endroit, d'une domination des marchés financiers et sous quelle forme cette domination du pouvoir actionnarial s'exerce.

Le capitalisme patrimonial des investisseurs institutionnels

On ne comprend rien au pouvoir actionnarial¹⁴, à savoir le pouvoir que confère la détention d'actions négociables sur un marché liquide, si l'on ne le distingue pas radicalement d'un autre pouvoir auquel pourtant on l'identifie spontanément, à savoir le pouvoir que confère la propriété du capital. Cette distinction peut paraître bien paradoxale puisqu'après tout, d'un point juridique et économique, l'action n'est rien d'autre qu'un titre de propriété. Elle est pourtant cruciale. Il s'agit de différencier deux choses bien distinctes : l'exercice plein et entier de la propriété dont jouit l'actionnaire principal lorsqu'il contrôle effectivement¹⁵ le capital d'une entreprise, d'une part, et les droits limités et étroits de l'actionnaire minoritaire, d'autre part. Les économies allemande et française, chacune à leur manière, témoignent du fait que le pouvoir capitaliste procède le plus souvent du contrôle majoritaire du capital. C'est ainsi qu'outre-Rhin, on observe « un coeur financier structuré par trois réseaux d'alliances intergroupes distincts dominés par la Deutsche Bank, la Dresdner Bank et ... la Commerzbank¹⁶. » En France, après le retrait de la puissance publique et les privatisations, c'est autour des « noyaux durs » et des participations croisées que s'est

¹⁴ Dans *Le pouvoir de la finance, op. cit.*, p. 195, nous proposons une typologie dont le terme englobant est le « pouvoir créancier » ou pouvoir de l'argent. Celui se divise en deux termes selon que la créance est une dette ou un titre négociable. On parle de « pouvoir bancaire », dans la première situation, et de « pouvoir financier », dans la seconde. Le pouvoir financier se divise lui-même en deux formes selon que le titre négociable est une dette ou un droit sur la propriété, à savoir le « pouvoir obligataire » et le « pouvoir actionnarial ».

¹⁵ Il est bien connu que le contrôle effectif d'une société peut se faire même pour un actionnaire principal détenant moins de 50% du capital.

constitué un actionnariat stable de contrôle¹⁷. Lorsque les rapports de propriété sont ainsi verrouillés, la liquidité financière ne joue plus qu'un rôle tout à fait marginal puisqu'une très grande proportion des actions, dévolue au contrôle, ne circule plus. Les restructurations sont alors réalisées hors marché par cession des blocs de contrôle. Aucune autonomie stratégique n'est laissée aux actionnaires minoritaires.

Paradoxalement, l'étude des économies faisant une large place aux marchés d'actions, comme les États-Unis, conforte pour partie le rôle marginal des minoritaires. En effet, on y observe un actionnariat très dispersé, préoccupé avant tout par la liquidité, c'est-à-dire par la gestion active de son portefeuille en vue du rendement, et, en conséquence, peu intéressé par le contrôle de telle ou telle entreprise. Cette situation a conduit à la constitution d'un pouvoir managérial fort et d'un pouvoir actionnarial subordonné, caractéristique de la situation américaine d'avant les années quatre vingt¹⁸. Cette situation ne s'est transformée qu'avec le développement vigoureux qu'ont connu la gestion collective et les investisseurs institutionnels. A cet égard, les chiffres sont éloquentes : si l'on considère l'ensemble de ce secteur constitué par les assurances, les fonds mutuels et les fonds de pension, il ne détient en 1945 que 4,5% du capital des firmes contre 93% pour les ménages américains pour atteindre, en 1997, 49.3% contre 42.7% aux ménages¹⁹. Désormais, les investisseurs institutionnels gèrent la majeure partie des actifs financiers placés sur les marchés. C'est cette transformation qui a conduit à l'émergence d'un véritable pouvoir actionnarial. Quelle est la nature de ce pouvoir paradoxal qu'exercent les actionnaires minoritaires et qui ne passe pas par le contrôle du capital ?

Tout d'abord, écartons l'idée selon laquelle les investisseurs institutionnels reproduiraient à leur niveau, par le jeu d'importantes participations dans les firmes, la logique du contrôle majoritaire. Il n'en est rien. Comme le dit William Crist, le président de Calpers, le très important fonds de pension des fonctionnaires de Californie, « notre stratégie consiste surtout à avoir de petites participations dans un grand nombre d'entreprises. Il est très rare

¹⁶ François Morin, *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Paris, Les Éditions de Bercy, juin 1998, p.118.

¹⁷ Cette structure de contrôle connaît aujourd'hui une certaine obsolescence. Cela tient au fait que s'imposent progressivement en France des normes de gestion d'actifs calquées sur le modèle anglo-saxon.

¹⁸ Cette description est bien évidemment schématique et s'applique essentiellement aux grandes firmes américaines. Par ailleurs, il faudrait montrer en quoi les OPA peuvent temporairement faire jouer aux actionnaires minoritaires un rôle d'arbitre.

¹⁹ Mary O'Sullivan, « Le socialisme des fonds de pension, ou " plus ça change ... " : financement des entreprises et *corporate governance* aux États-Unis », *L'Année de la Régulation*, vol. 4, 2000, tableau p. 51. Le reste du capital est détenu par les investisseurs étrangers.

que nous dépassions 3% du capital²⁰. » Aux yeux des investisseurs institutionnels, l'impératif de liquidité reste la priorité. Ils ont pour métier la gestion d'actifs et non la mise en œuvre de stratégies industrielles. De ce point de vue, leur activisme est fort différent de celui qui caractérise, par exemple, les banques universelles allemandes. Contrairement à celles-ci, ce sont les armes de la liquidité qu'utilisent les fonds de pension, à savoir **l'évaluation publique**. C'est là un mode de gouvernance tout à fait particulier en ce qu'il prend appui directement sur l'opinion du marché qu'il s'agit de convaincre.

Que l'évaluation publique puisse constituer une force par elle-même, il n'est pour s'en convaincre qu'à observer l'influence décisive qu'exercent les agences de notation²¹, alors même que ces institutions ne gèrent aucun fonds. La seule modification d'une note a des répercussions multiples, qu'il s'agisse de l'accès au crédit ou de la réputation de la société ou du pays considéré. Pourquoi ? Parce que cette note est utilisée comme norme de référence par l'immense majorité des acteurs financiers et bancaires. C'est alors une réaction coordonnée de l'ensemble du marché qui est produite. Face à cette capacité d'estimation publique, l'entreprise se trouve en position de faiblesse. Elle est obligée de s'adapter.

Telle est l'essence du pouvoir financier. C'est un pouvoir d'influence qui contrôle les entreprises en les soumettant à un jugement certifié faisant l'objet d'une large publicité au sein de la communauté financière. Il s'agit de persuader les investisseurs en faisant valoir certaines hypothèses conformes aux conventions prévalantes. Même minoritaire, un acteur peut de cette façon peser durablement sur le développement économique. La transparence des informations fournies publiquement par les firmes joue dans ce dispositif un rôle clé puisque c'est grâce à elles et aux interprétations qui en sont proposées que le marché se coordonne. On peut alors parler d'un **pouvoir médiatique** pour qualifier cette forme d'interventionnisme qui repose sur la conviction des foules à partir de révélations publiques. L'idéal pour l'actionnaire minoritaire serait de pouvoir réduire l'entreprise à un ensemble de grandeurs standardisées, admises par chacun, permettant une évaluation dépourvue d'ambiguïté. De cette façon, les entreprises feraient l'objet d'une surveillance externe sans faille. Nul besoin alors d'immobiliser durablement sa richesse, ce qui est très coûteux, afin de contrôler majoritairement le capital. Face à cette menace, les cadres dirigeants ont opposé avec succès l'opacité propre à la gestion des entreprises dans un environnement fortement concurrentiel. Dans ces conditions, font-ils valoir, il est impossible pour un observateur extérieur de savoir

²⁰ *Les Échos*, mardi 12 octobre 1999.

²¹ Les deux plus importantes sont Standard & Poor's et Moody's. Elles délivrent sous forme de note un jugement sur la santé des entreprises et des États.

ce que vaut réellement une firme. Seules les directions d'entreprise possèdent les informations et les savoirs qui leur permettent de mener une gestion efficace. C'est là une ligne de défense qui a permis aux technostructures d'asseoir leur pouvoir face aux actionnaires minoritaires. Son succès a été d'autant plus grand que ces derniers n'étaient guère enclins à l'activisme²².

Les fonds de pension et le gouvernement d'entreprise

La montée en puissance des investisseurs institutionnels a modifié durablement ce rapport de forces qui prévalait aux États-Unis entre production et évaluation, entre immobilisation et liquidité, et ceci en prenant appui sur l'opinion boursière. Les exigences de transparence se sont faites plus grandes et les droits des actionnaires minoritaires ont été systématiquement mis en avant. Il s'en est suivi l'émergence de nouvelles normes financières. On a assisté à un développement important du rôle des analystes financiers et de la communication financière ainsi qu'à l'émergence d'une nouvelle stratégie d'évaluation, le « gouvernement d'entreprise ». L'idée directrice de cette stratégie est qu'on peut juger de la capacité d'une entreprise à créer de la valeur pour l'actionnaire en considérant uniquement la manière dont, au sein de son organisation, les pouvoirs sont répartis entre actionnaires et managers. Cela a élargi considérablement les bases de l'évaluation, jadis restreintes aux seuls indicateurs d'activité et de bénéfice. Les investisseurs institutionnels activistes, pour l'essentiel les fonds de pension publics comme CalPERS, ont en conséquence développé des campagnes d'information auprès des actionnaires en faveur d'un certain nombre de réformes portant sur cette architecture des pouvoirs, comme la séparation des postes de président du conseil d'administration et de directeur général de l'entreprise, l'indépendance des administrateurs vis-à-vis du management, l'indexation des rémunérations des dirigeants sur la valeur des actions, la suppression des mesures anti-OPA, la transparence des comptes ou la volonté d'assurer une égale répartition des droits de vote au sein de l'assemblée des actionnaires. Dans le même esprit, ces fonds activistes militent pour la définition de « codes de bonne conduite » dont l'objectif final est de subordonner la gestion interne à la performance financière. Ces mots d'ordre ont connu un grand succès et l'on a même vu, fait sans précédent aux États-Unis, le renvoi de certains des PDG des plus grandes entreprises américaines comme General Motors, IBM, Westinghouse, et American Express.

²² A cela, il y a quelques exceptions : dans les années trente, l'avocat Gilbert Lewis ou, dans les années cinquante, Evelyn T. Davis. Ils font figure de pionniers du gouvernement d'entreprise. Puis, on assiste à l'émergence, dans les années quatre vingt, de diverses associations comme le NCII (*National Council of*

La valeur actionnariale et le gouvernement d'entreprise s'analysent comme les éléments fondamentaux de la nouvelle convention que les fonds de pension ont réussi à imposer. Leur respect est exigé des directions d'entreprise qui recherchent les faveurs du marché. On a pu le vérifier dans la bataille entre la BNP et la Société Générale. Les deux parties justifiaient leur stratégie contradictoire au nom de ces mêmes principes de façon à emporter l'adhésion de l'opinion financière. Le mimétisme boursier a joué un rôle central dans la propagation de cette nouvelle convention chez les investisseurs institutionnels. A ce sujet, François Morin écrit : « Nombre de chefs d'entreprise, frappés par la culture commune de ces investisseurs, parlent du mimétisme, parfois comique, de leur comportement²³. » Réciproquement, les analystes regardent d'un œil amusé certains chefs d'entreprise multiplier à l'excès les références à la valeur actionnariale pour convaincre leurs auditoires.

Ces transformations qu'a connues la finance depuis une vingtaine d'années ont eu un retentissement considérable sur l'ensemble des enchaînements macroéconomiques à tel point qu'on peut parler à propos de la situation actuelle d'un « régime d'accumulation financiarisé²⁴. » La caractéristique centrale de ce nouveau régime macroéconomique est l'exigence de rentabilité des fonds propres, le fameux ROE (*return on equity*), exigence qu'on situe aux alentours de 15% et qui a valeur de norme. Les exemples ne manquent pas de groupes amenés à se séparer de certaines activités ou usines dont la rentabilité n'atteignait que 10% ! C'est là une contrainte directement imposée par les fonds. La valeur est transmise des entreprises aux actionnaires non seulement par les dividendes mais également par de très importants programmes de rachats d'action qui sont une originalité de la période présente. Ces rachats d'action ont été si massifs que l'émission nette d'actions, à savoir la différence entre les nouvelles actions émises et celles qui ont été rachetées et retirées de la circulation, est négative depuis 1997 aux USA. Ce fait surprenant explique en partie la hausse qu'ont connue les bourses américaines puisqu'il signifie un déséquilibre structurel entre offre et demande de titres. Pour financer ces rachats d'actions, les firmes ont eu recours à l'endettement. C'est là une stratégie d'autant plus profitable qu'elle accroît mécaniquement le ROE dès lors que les taux obligataires sont faibles²⁵. Il s'ensuit un très important endettement

Individual Investors) ou l'USA (*United Shareholders Association*). Cf. Frédéric Lordon, « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique », *L'Année de la Régulation*, vol.4, 2000, p. 125.

²³ Morin, *op. cit.*, p. 37.

²⁴ On trouve une description de ce régime macroéconomique chez Michel Aglietta, « Systèmes financiers et régimes de croissance », miméo, 21 juin 2000 et Robert Boyer, « Les conditions de viabilité d'un régime de croissance financiarisé ou patrimonial. Une première analyse », miméo, 12 octobre 1999.

²⁵ On parle à ce propos d'un « effet de levier ».

des firmes américaines qui conduit à s'interroger sur la soutenabilité à long terme d'une telle dynamique.

La macroéconomie n'est pas le seul domaine, ni même peut-être le principal, qui soit affecté par cette montée en puissance des investisseurs institutionnels. Sous l'effet du pouvoir actionnarial, c'est la société tout entière qui se trouve bouleversée. On assiste à une redéfinition en profondeur des formes légitimes de la solidarité sociale. Je propose d'analyser ces transformations et le nouveau pacte collectif qu'elles produisent au travers de la notion d'**individualisme patrimonial**. Il s'agit par ce concept de systématiser les tendances éparses qu'on observe aujourd'hui à l'oeuvre dans différents secteurs de la vie économique et sociale pour en penser la cohérence et les contradictions. C'est là assurément un exercice périlleux puisque nous ne disposons pour ce faire que d'une expérience encore limitée et parcellaire. Pourtant, cette réflexion s'impose dès lors que nos analyses révèlent toujours plus crûment l'obsolescence irréversible des principes qui structuraient hier encore la société salariale fordiste. Le débat est d'ailleurs déjà largement lancé, au moins depuis que Peter Drucker a parlé d'un « socialisme des fonds de pension » pour désigner cette socialisation de la propriété du capital par le jeu de la bourse et de l'épargne collective²⁶. Par ailleurs, c'est un thème voisin que déclinent les partisans de la « démocratie actionnariale ».

L'individualisme patrimonial

La question des retraites nous fournit un point de vue irremplaçable pour tenter de saisir les mutations qui affectent les formes contemporaines de l'individualisme. Le système par répartition donne à voir une logique de solidarité fondée d'abord sur le salariat puis étendue à d'autres catégories selon un processus d'élargissement qui tend *in fine* à faire reposer les droits sociaux sur la seule appartenance citoyenne²⁷. Au-delà des organismes paritaires, c'est fondamentalement l'État qui est le garant de ce système. Il organise le transfert des cotisations vers les retraites, détermine le niveau des prélèvements et assure le financement lorsque des déficits apparaissent. Pour être menées à bien, ces tâches nécessitent l'adhésion des sociétaires au système de valeurs qui fonde l'action étatique. Parce qu'au

²⁶ Peter Drucker, *The unseen revolution : how pension funds socialism came to america*, New York, Harper & Row, 1976.

²⁷ Le RMI et la CMU sont deux illustrations exemplaires d'un tel processus d'élargissement appliqué à la protection sociale.

centre de ce système, on trouve l'idée selon laquelle la dette sociale procède de la citoyenneté²⁸, on parlera à son propos d'**individualisme citoyen**. C'est là une conception qui identifie les droits individuels à ceux du citoyen-salarié et qui donne pour mission à l'État, « garant de l'ordre public social », de les protéger. Encore aujourd'hui, il est fréquent de voir le président de la république française rappeler le rôle de caution qu'il joue vis-à-vis de la protection sociale. Il est intéressant de noter que cette mission s'inscrit dans la stricte continuité du rôle qu'assume traditionnellement l'État en tant que défenseur des frontières et de l'intégrité territoriale. La complémentarité étroite de ces deux dimensions est une conséquence directe du fait que la citoyenneté fordiste se définit toujours par référence à un espace politique territorialisé, dont la nation est l'illustration la plus aboutie²⁹. Certes, au fur et à mesure que les menaces portant sur l'intégrité territoriale se sont fait moins sentir, il s'en est suivi un affaiblissement de ce rôle militaire de l'État. Il n'en reste pas moins que le principe de souveraineté qui fonde l'autorité de l'action étatique fordiste repose sur une conception de la protection du citoyen-salarié où se mêlent déterminations salariale, citoyenne et nationale. Comme nous allons maintenant le voir, c'est cette représentation collective de la valeur qui est entrée en crise avec le développement de la financiarisation. Rien n'illustre mieux ce changement que le système de retraites par capitalisation.

Ce système a pour caractéristique fondamentale de penser l'acte de cotiser comme relevant essentiellement de la responsabilité de l'individu et de l'entreprise qui l'emploie. *A contrario*, dans le système par répartition, c'est une solidarité directement sociale, de nature macroéconomique, qui est mise en œuvre. Une seule variable y est pertinente : la clef de partage qui, à l'instant t , détermine la part du revenu global qui sera affectée aux retraites. Dans un tel contexte, si l'individu est convoqué, c'est en tant que citoyen participant à la délibération collective qui doit statuer sur le niveau adéquat de la clef de partage, et non pas en tant qu'agent microéconomique puisque le montant des retraites comme celui des cotisations échappent largement à sa responsabilité. Avec le système par capitalisation, c'est la logique de la dette privée, du contrat et de la responsabilité individuelle qui est réintroduite. Dans ce cadre, les sommes effectivement épargnées par l'acteur économique deviennent la variable centrale. On entre dans une logique patrimoniale bien décrite par la théorie économique comme un processus de gestion intertemporelle des actifs dont dispose l'agent considéré tout au long de sa vie.

²⁸ Une analyse plus fine devrait distinguer entre une conception strictement citoyenne de la dette sociale et une conception où la citoyenneté et le statut de salarié interviennent conjointement selon des proportions variables.

²⁹ Mais non pas la seule comme le montrent les systèmes fédéraux américain, canadien ou allemand.

La définition patrimoniale de l'individu qui s'esquisse ici est en profonde harmonie avec la vision libérale qui fait de la propriété privée, la base de l'efficacité de l'ordre marchand. Cette définition bute cependant sur deux obstacles principaux, d'une part, la question du salariat, d'autre part, celle de la valeur. En effet, les conditions qui rendent valide l'assimilation de la force de travail à un élément patrimonial sont fort problématiques. Seule une partie de ce que Jean-Louis Beffa, Robert Boyer et Jean-Philippe Touffut³⁰ appellent, dans leur typologie des emplois salariés, les « professionnels », peut prétendre à une telle assimilation. Il s'agit de métiers qui reposent sur la mise en œuvre de capacités fortement individualisés, aisément monnayables et supposant des compétences techniques indispensables aux entreprises. Certains métiers de la finance, de la publicité ou de la haute technologie nous en fournissent des exemples. Dans ces situations, une « gestion » de type patrimonial est peut-être envisageable dans la mesure où le professionnel est capable à lui seul de dominer les conditions permettant une mise en valeur efficace de ses capacités. Mais, ce sont là des cas bien particuliers. Dans la majorité des situations, la force de travail ne peut trouver à se mettre en valeur qu'au sein de collectifs fortement structurés, les entreprises, dont elle dépend entièrement pour être utilisée de manière efficace. Le fait d'être propriétaire de sa force de travail ne suffit pas alors à faire de celle-ci un élément patrimonial, c'est-à-dire une source de valeur autonome. Le rôle de l'entreprise reste central dans le processus de reconnaissance sociale des compétences individuelles du salarié.

L'autre condition pour que puissent s'affirmer une conception patrimoniale de l'individu tient à l'existence d'un cadre stabilisé d'évaluation. Du point de vue de l'individu, il importe que l'estimation de ses droits patrimoniaux ne soit pas indûment perturbée par des facteurs parasites qui viendraient brouiller le calcul des rendements effectifs. Il est essentiel, en particulier, que le pouvoir d'achat des sommes épargnées soit conservé au cours du temps. Pour cette raison, le rejet de l'inflation joue, dans ce contexte, un rôle structurant. Il s'agit, en dernière instance, de définir un principe de valeur qui assujettit la gestion monétaire aux seules stratégies patrimoniales. Très clairement, cela implique une rupture totale avec la gestion monétaire fordiste, trop favorable aux débiteurs et structurellement inflationniste parce qu'attachée à une conception politique de la monnaie, conformément aux réquisits de l'individualisme citoyen. Cette rupture sera consommée avec l'indépendance des banques centrales et la primauté absolue qu'y connaît la lutte anti-inflationniste.

³⁰ Jean-Louis Beffa, Robert Boyer et Jean-Philippe Touffut, « Les relations salariales en France : État, entreprises, marchés financiers », *Notes de la Fondation Saint-Simon*, juin 1999.

Cette dernière question du principe de valeur qui va désormais retenir plus particulièrement notre attention éclaire une dimension souvent insoupçonnée de l'individualisme patrimonial. Elle souligne le fait que la mise en cohérence des stratégies individuelles, fussent-elles patrimoniales et uniquement mues par la recherche privée du rendement maximum, passe nécessairement par la détermination d'une convention originelle où s'exprime l'adhésion collective à une certaine idée de la valeur ; ce qu'on peut encore appeler un pacte social. C'est là un aspect du problème qui échappe totalement à la théorie économique orthodoxe pour qui la seule loi de l'offre et de la demande suffit à produire spontanément un ordre social sans qu'il ait besoin pour cela que les hommes se mettent d'accord entre eux. Pourtant, les individus-propriétaires ne sont pas comme des Robinson Crusoë, chacun vivant, sur sa propre île, une vie isolée et indépendante, libre de tout engagement vis-à-vis des autres dès lors que sa richesse est suffisante pour lui permettre d'acquiescer ce dont il a envie à sa juste valeur. On le voit bien à propos du système par capitalisation qui nécessite pour son bon fonctionnement que soit désigné un garant crédible de la valeur des sommes épargnées, faute de quoi personne ne cotiserait. Pour le dire autrement, le patrimoine n'est pas un objet, mais une relation sociale. Sa valorisation repose sur un pacte social portant sur la définition de la valeur.

Cela est si vrai qu'on peut, en fait, distinguer deux formes de capitalisation tout à fait distinctes selon le type de garantie qui est retenu. Dans le premier type, celui qui a dominé les États-Unis jusqu'à ces dernières années, le système est construit autour de l'entreprise³¹ et non pas autour de la bourse. Les plans auxquels cotisent les salariés sont dits à « prestations définies » dans la mesure où l'entreprise s'y engage sur le montant des indemnités de retraites. Dans ce système, l'employeur organise la gestion et le financement des fonds. Son intervention est décisive puisqu'il supporte une grande partie du risque. A l'origine, ces plans étaient considérés par les entreprises comme un moyen de fidéliser la main d'œuvre. Le grand mouvement de restructuration qu'ont connu les entreprises américaines et les vagues de licenciement qui en ont été la conséquence ont grandement fragilisé ce système. Les entreprises ont cherché à se désengager de leurs tâches de protection sociale alors que les employés avaient désormais le besoin d'un système flexible, permettant un transfert aisé de leurs droits en cas de changement d'employeurs. Ces transformations expliquent alors l'essor des fonds à « cotisations définies ». Comme leur nom l'indique, pour ces fonds, seule est

³¹ Pour cette raison, certains ont proposé le terme de « entreprise-providence » pour le caractériser. Cf. Lucy Roberts, *Salariat et retraites aux États-Unis*, thèse de doctorat, Université Paris I, 1999, cité in Frédéric Lordon, *Fonds de pension, piège à cons ?*, Paris, Raisons d'Agir, 2000, note 7.

stipulée l'intensité des versements, sans qu'aucun résultat ne soit garanti. Ils sont détachés des entreprises qui n'interviennent plus dans leur gestion, pour être totalement rattachés à leur propriétaire, le salarié, sous forme d'un compte personnel transférable. En cas de changement d'entreprise, l'accumulation des sommes épargnées se fait alors aisément. C'est donc une formule totalement individualisée qui ainsi produite. Dans ce nouveau système, qui garantit l'épargne ? Ce n'est plus l'État, ni l'entreprise, mais désormais le marché via les intermédiaires financiers spécialisées qui gèrent ces fonds, ce qu'on a appelé les investisseurs institutionnels. Émerge ce faisant une figure originale dans l'histoire du capitalisme, le salarié-rentier³², qui se constitue en rupture avec les deux grandes institutions qui, au sein du capitalisme, chacun à sa manière, sont traditionnellement les garants du lien social, à savoir l'État et l'entreprise. C'est sous la forme de l'actionnaire minoritaire qu'il tend à s'imposer.

La bourse comme médiation sociale

L'individu qui émerge de cette description volontairement schématique voit ses droits affirmés sous la forme de titres négociables. L'exercice de ces droits ne dépend plus ni de sa citoyenneté, ni de son appartenance à telle ou telle entreprise, mais de la liquidité boursière. Loin d'être un Robinson Crusoë, indifférent aux autres, cet individu en tant qu'actionnaire minoritaire est un membre à part entière de la communauté financière dont il dépend étroitement pour l'évaluation de ses droits. Dans cette perspective, c'est la bourse qui est le garant ultime des sommes qu'il épargne. Elle devient, de ce fait, le lieu central de la socialisation³³. En conséquence, on assiste à un dépérissement des formes traditionnelles de la solidarité citoyenne au profit d'une solidarité d'un type nouveau qui fait jouer un rôle central au capital collectif et à son évaluation boursière puisque c'est sur lui que repose désormais la garantie des droits-titres individuels.

Il faut penser cette évolution comme exprimant un profond ébranlement des valeurs sociales. Alors que l'individualisme citoyen révère l'État national, garant de l'intégrité territoriale et de la dette sociale, l'individualisme patrimonial perçoit celui-ci comme

³² Faute de place, nous n'avons pas abordé la question importante de l'épargne salariale. C'est pourtant là une autre source importante de diffusion des actions au sein du salariat. On doit cependant remarquer, en reprenant la distinction faite à propos du système de retraite par capitalisation, qu'elle relève plus d'une logique d'entreprise que d'une logique boursière.

³³ Toutes nos réflexions introductives ont eu pour but de montrer, à rebours de l'analyse orthodoxe, en quoi la bourse n'est pas un lieu « désocialisé », où l'on ne rencontrerait que des calculateurs isolés, indifférents aux autres intervenants, uniquement préoccupés de la valeur fondamentale. Tout au contraire, la communication, les influences interpersonnelles, les rumeurs ou les modes y jouent un rôle central, tout comme les conventions. Elle est la forme qui prend l'espace public.

fondamentalement spoliateur et inefficace. Il craint avant tout l'impôt et l'inflation qui, toutes deux, perturbent indûment les stratégies de valorisation patrimoniale. Dans le nouveau monde qui se construit progressivement, le bonheur individuel est conçu, pour la partie qui revient à la sphère publique, comme essentiellement dépendant de la sophistication technologique des biens. Ce qui est alors demandé à la société est de nous fournir les marchandises nécessaires à notre bien-être matériel, à faible coût et en bonne qualité. Pour ce qui est de notre protection, nous mettons nos espoirs dans les progrès des biotechnologies, autrement plus efficaces, croyons-nous, pour lutter contre la maladie, le vieillissement, voire la mort, que l'État-providence. Ce poids grandissant des objets atteste d'un approfondissement important de l'individualisme³⁴. A la limite, le domaine des idées, politiques ou idéologiques, se voit confiner à la sphère privée des sentiments et des croyances. Du point de vue collectif, l'accent est mis sur l'utilité des choses qui pratiquement conditionne le bien-être de la collectivité. Le lien de chacun à la totalité se joue alors dans sa participation à l'évaluation des entreprises. Cela devient une espèce de « devoir civique » dans la mesure où l'efficacité productive globale dépend de la justesse de cette évaluation. On est loin de la fonction de protection revendiquée par l'individualisme citoyen. On comprend que, dans un tel contexte, la légitimité de l'État à émettre de la monnaie soit fortement contestée : de quelle valeur peut-il se prévaloir alors que l'intégrité du territoire national comme espace de protection n'apparaît plus comme un élément essentiel pour que chaque individu puisse jouir d'une existence individuelle harmonieuse ?

Désormais le souverain, c'est le capital collectif, évalué par la bourse, en tant que puissance de production de l'ensemble des marchandises dont le salarié-rentier a besoin pour vivre. Pour cette raison, le patrimoine que les individus se partagent trouve sa source dans le réseau des entreprises cotées qui peuvent prétendre à un rôle dirigeant, voire exclusif, dans la production. La richesse sociale, c'est leur capital mis en commun. En lui, se résume toute la puissance créatrice de la société, identifiée à la seule capacité à assurer le bien-être des sociétaires. Le caractère collectif et social de cette richesse doit être absolument souligné. Il ne s'agit pas de reconnaître le rôle que jouerait telle ou telle entreprise particulière dans la production de valeur, mais bien le fait que c'est l'ensemble des entreprises en tant qu'organisation qui structure et approfondit la division sociale du travail, qui est l'entité pertinente du point de vue de la valeur. Il revient au seul marché boursier d'exprimer cette

³⁴ Rappelons que Louis Dumont caractérisait l'individualisme comme une idéologie qui privilégie les relations des hommes aux objets au détriment des relations des hommes entre eux in *Essais sur l'individualisme*, Seuil, 1983.

grandeur abstraite. Les firmes n'y sont jamais évaluées isolément mais toujours en tant qu'elles sont les éléments de cette réalité globale. De ce point de vue, les indices boursiers comme le CAC40 joue un rôle de référence équivalent à celui que jouaient dans le fordisme les indices de prix à la consommation. Il s'agit de grandeurs conventionnelles qui ont pour but d'appréhender l'abstraction de la valeur. L'appartenance que formalisent ces indices est directement globale. Elle vise la société boursière en tant que totalité.

Si l'individualisme patrimonial nous donne à voir une véritable société où chacun est solidaire d'autrui, et non pas une collection d'individus indifférents au sort commun, c'est par le jeu de cette commune dépendance qui lie tous les sociétaires au capital collectif, dépendance elle-même de nature sociale puisqu'elle repose crucialement sur le jugement que la société réunie en bourse porte sur la valeur des droits de propriété. Les situations individuelles sont fortement conditionnées par la manière dont l'opinion majoritaire se forme et, tout particulièrement, par les conventions qui structurent les représentations collectives du groupe. C'est là un fait que personne ne peut ignorer. La sanction du marché peut être d'une extrême violence comme l'ont montré maints exemples, depuis Alcatel jusqu'à Microsoft. Contrairement à l'idée d'une valeur fondamentale objective qui mettrait l'évaluation patrimoniale hors de portée des errements humains, c'est bien le marché et lui seul qui juge comme bon lui semble. On aurait pu imaginer d'autres types de sociétés patrimoniales qui fassent jouer à l'entreprise ou à la terre un rôle-pivot. Le principe de valeur et les structures sociales qui en assureraient la garantie seraient alors tout à fait différents. L'élément caractéristique et novateur de la configuration qui est ici étudiée tient au rôle central que joue la bourse et l'opinion financière dans la constitution du lien social. Pour être pensée, elle oblige à une réflexion qui ne réduise pas la liquidité boursière au jeu mécanique de l'offre et de la demande pour y voir un lieu où s'invente collectivement une vision de référence s'imposant aux stratégies privées. Dans l'individualisme patrimonial, ce qui est premier est la dette vis-à-vis du capital collectif *telle que la bourse l'évalue*. Tel est le principe de souveraineté qui structure la communauté que forment les actionnaires minoritaires. Très clairement, cet espace de référence est par nature plurinational, le marché financier mondial. C'est la circulation du capital liquide qui lui donne sa cohérence. En cela, est porté à son acmé le dépérissement des logiques citoyennes ou nationales. En lieu et place de ces médiations anciennes, apparaît un nouveau médium totalisant, l'opinion. Se construit alors un espace public internationalisé dont Internet nous livre comme une préfiguration. C'est là *in fine* que s'évaluent les patrimoines individuels et que se diffusent les nouvelles normes

financières. L'appartenance au groupe s'y éprouve sous deux formes et selon deux temporalités distinctes. C'est, d'une part, le temps quotidien de l'interconnexion où chacun peut mesurer la force des interdépendances qui les relient aux autres. Mais, ce sont également les moments exceptionnels durant lesquels toutes les consciences sont soudainement polarisées sur une même information. Au cours de ces fusions mimétiques, émerge avec force le sentiment que le marché est une totalité toute puissante englobant toutes les individualités.

Les défaillances du nouvel espace public mondial

L'analyse qui vient d'être proposée est volontairement schématique et spéculative dans la mesure où il s'agit de pousser à l'extrême certaines tendances présentes dans l'économie contemporaine pour en penser le principe de cohérence ou d'incohérence. On se situe alors dans le droit fil de nos réflexions introductives sur l'autonomie de l'opinion boursière et le rôle de l'évaluation publique. On a insisté sur le fait que la bourse n'est pas le reflet de réalités déjà là mais un lieu où s'inventent et se structurent des conventions qui servent de référence aux stratégies d'investissement et, ce faisant, modèlent le développement macroéconomique. Dans l'individualisme patrimonial, ce rôle « social » de la finance est développé jusqu'à constituer le chaînon central des interdépendances patrimoniales. La bourse est l'assemblée politique des actionnaires minoritaires, mais au sens d'une politique qui serait uniquement tournée vers l'utilité des choses et leur production efficace. Est-ce là une instance capable de promouvoir un développement viable ? Les normes qu'elle édicte ne risquent-elles pas de conduire à une trop inégale répartition des richesses au détriment des salariés ? En guise de conclusion, et dans l'attente de travaux ultérieurs, quelques éléments de réflexion peuvent être avancés. Une première manière d'aborder ces questions consiste à s'interroger sur la capacité des salariés à peser sur les conventions financières. Au travers des fonds de pension, seront-ils capables d'imposer un changement des normes financières ? Cette question aux implications politiques décisives donne lieu à un intense débat, bien représenté par l'opposition existant entre Michel Aglietta et Frédéric Lordon³⁵.

Le premier s'est fait le chaud partisan d'une intervention syndicale qui prendrait appui sur les fonds de pension pour contrôler le capital et faire prévaloir de nouvelles normes de gestion. Les droits-titres accumulés par les retraités et centralisés dans des fonds salariaux

³⁵ On trouvera un exposé des thèses de Michel Aglietta dans sa postface à *Régulation et crises du capitalisme*, dans l'édition parue chez Odile Jacob, collection « Opus », en 1997.

peuvent alors devenir le vecteur d'une intervention visant à la définition de critères d'évaluation, non plus uniquement polarisés par la recherche du rendement financier maximum, mais sensibles aux conditions de travail et à l'emploi à long terme. Il y aurait là le fondement d'une forme nouvelle de cogestion capital/travail. « Si les syndicats de salariés retrouvent un pouvoir d'influence sur la répartition des revenus, ils le devront à la prise de conscience que le contrôle de l'actionnariat des entreprises est la bataille qu'il faut livrer et gagner. Le développement de fonds salariaux est la médiation primordiale pour que le capitalisme d'Europe continentale demeure une variété distincte du capitalisme anglo-saxon³⁶. » Le second oppose à ce scénario l'inertie des structures financières. Pour lui, le volontarisme syndical, si tant est qu'il existe, est condamné à l'impuissance face à un champ de règles fortement décentralisé, où la mise en œuvre des normes repose sur une multitude d'acteurs, tous formés à une même culture, étrangère aux logiques de l'action syndicale parce que tournée exclusivement vers la performance financière. Il s'agit alors d'infléchir, non pas la stratégie d'un seul type d'agent, en l'occurrence les fonds de pension, mais les comportements de toute la chaîne des intervenants qui concourent à la définition et à la mise en œuvre des décisions financières, depuis les cabinets de conseil qui aident les fonds à déterminer leur politique d'investissement, les gérants à qui revient la gestion effective des sommes recueillies par les fonds, les experts en communication qui travaillent auprès des entreprises, les conseils qui définissent les politiques de vote en assemblée générale ou les analystes qui fournissent les études financières. Sans oublier que la logique de liquidité soumet l'ensemble de ces acteurs à des contraintes de performance extrêmement rigoureuses, donnant lieu à des classements fréquents qui mesurent les positions relatives de chacun et aboutissent à l'expulsion des moins bons. Ce constat conduit Lordon à douter fortement de la possibilité d'infléchir la logique du rendement financier. Il écrit : « Parce qu'il est un collectif parfaitement polycentrique, le champ de la finance s'agite de sa vie propre, rétif à toute régulation hétérodoxe qui émanerait de l'un de ses pôles - les fonds syndicaux à supposer qu'ils se comportent syndicalement - ; aussi le projet d'opérer son grand basculement vers une autre norme de gestion est-il très probablement sans espoir³⁷. »

Au regard de la situation présente, il est difficile de trancher un tel débat. Sans conteste, l'état actuel de l'économie américaine donne raison à Lordon mais cela ne permet pas de trancher pas sur la possibilité de voir évoluer à moyen terme cette situation. Pour notre part, c'est l'aptitude même des logiques autoréférentielles d'opinion à promouvoir un cadre

³⁶ Aglietta, *ibid.*, p. 462.

stabilisé d'évaluation qui nous semble hautement problématique. Autrement dit, c'est la qualité même de l'espace public ainsi promu au rang de médiation centrale qui pose problème. Nos analyses passées ont montré en quoi on pouvait légitimement douter de la capacité de cette structure sociale à produire une estimation pertinente des perspectives futures de développement. La mise en commun des rationalités individuelles, telle que l'organisent les marchés financiers, ne produit pas une rationalité collective bien informée et pertinente. Certes, on voit périodiquement le marché se polariser sur certaines interprétations macroéconomiques, ce qu'on a nommé « conventions », mais cette polarisation parce qu'elle procède du mimétisme autoréférentiel et non de la délibération rationnelle fondée sur l'attachement à des valeurs reconnues et partagées ne produit que des consensus précaires et instables. Elle n'a pas la puissance intégratrice de l'accord démocratique, délibératif et argumentée. On est loin de la démocratie d'opinion telle que Bernard Manin en construit le concept dans ses travaux³⁸. On est face à une logique autoréférentielle fort semblable à celle qui caractérise la sphère médiatique contemporaine. Les événements n'y sont pas évalués en fonction de leur contenu informatif réel, mais en fonction de ce qu'on croit être l'attente du public. Dans le cadre de cette comparaison, les fondamentalistes sont à rapprocher des intellectuels ou des experts, tous ceux qui cherchent à prendre une saine distance vis-à-vis de l'événement brut pour en restituer la signification de long terme. C'est dans les deux cas, une attitude fort peu payante et son impact ne peut être, au plus, que marginal. Ainsi, les investisseurs qui ont voulu ne pas toucher aux valeurs Internet parce qu'ils en voyaient l'aspect nettement spéculatif ont perdu beaucoup d'argent et se sont partiellement déconsidérés. Comme le dit Keynes, « la sagesse universelle enseigne qu'il vaut mieux pour sa réputation échouer avec les conventions que réussir contre elles³⁹. » Aussi, peut-on craindre que cette logique sociale conduise à des aberrations et à un grand gachis économique car les conditions d'une véritable réflexion collective n'y semblent pas réunies.

Cette défaillance structurelle pose la question de l'incomplétude des valeurs de l'individualisme patrimonial. Leur réduction au seul bien-être matériel conduit à un appauvrissement fatal de l'espace public. Faute d'un ancrage suffisant, symbolique ou politique, les croyances collectives sont soumises à une dérive sans limite. On retrouve cette même incomplétude au moment des crises de liquidité lorsque le marché ne doit sa survie qu'à la seule intervention d'une autorité extérieure, la banque centrale, qui vient refonder la

³⁷ Lordon, *op. cit.*, p. 97.

³⁸ Bernard Manin, *Principes du gouvernement représentatif*, Paris, Calmann-Lévy, 1995.

³⁹ Keynes, *op. cit.*, p. 170.

confiance financière. On peut parler à ce propos d'une dégénérescence cognitive au sens où les conditions qui permettraient la formation d'un accord argumenté, fondé sur des convictions, ne sont pas remplies. La logique autoréférentielle de l'opinion ne permet pas la constitution d'un espace public au sens habermassien : la délibération rationnelle s'y voit supplantée par l'activité mimétique de telle sorte que le jugement final y est le fruit transitoire des rumeurs et des modes. L'interconnexion est un mode dégradé de la solidarité tout comme la fusion mimétique n'est qu'une caricature de l'attachement raisonné au groupe. Telle est la sanction finale d'une conception purement instrumentale du lien social.