



Janvier 2015 n°11

**EDITORIAL**

*Chers clients, chers amis,*

*Nous profitons de cette nouvelle lettre pour souhaiter nos meilleurs vœux pour l'année 2015 et pour vous annoncer le rapprochement entre Détroyat Associés et Associés en Finance. Nos deux structures acteurs historiques de l'évaluation financières fusionnent afin de créer le leader du marché. Nous exercerons trois activités principales : l'expertise indépendante (délivrance d'attestation d'équité dans le cas d'OPA, etc.), le conseil aux entreprises et l'exploitation de bases de données.*

*Plus que jamais cette lettre nous permet de partager avec vous des réflexions et des débats sur des sujets économiques et financiers qui construisent les données de l'environnement dans lequel nous évoluons.*

*Dans cette lettre nous explorons comment la notion de capital a été perçue au travers de plusieurs époques et selon plusieurs angles.*

*Nous souhaitons vivement que les sujets ici rappelés répondent à votre intérêt et à votre curiosité, nous serons toujours heureux de recueillir vos commentaires ou vos suggestions.*

**Philippe Leroy.**

**Nos rubriques :**

[LA VALEUR DES CHOSES](#)

[ENTRETIEN : ALAIN MADELIN](#)

[VU DANS L'ACTUALITE](#)

[EXPLICATION PAR LE GRAPHIQUE](#)

[LU POUR VOUS](#)

---

**LA VALEUR DES CHOSES**

Depuis sa création l'Euro contre le dollar a connu un point bas à 0,82 (le 26 octobre 2000) et un point haut à 1,60 (le 15 juillet 2008).

En 8 ans sa valeur a varié du simple au double.

A sa valeur d'aujourd'hui, autour de 1,20, il se situe presque au niveau de sa valeur moyenne entre le point haut et le point bas et à une encablure de son niveau d'introduction à 1,17 en janvier 1999.

---

**ENTRETIEN**

*Alain Madelin, avocat de formation, a exercé à plusieurs reprises des fonctions gouvernementales de tout premier rang.*

*Il a en effet occupé d'importantes fonctions ministérielles, dans de nombreux domaines économiques : Ministre de l'Economie et des Finances (1995), Ministre des Entreprises et du Développement économique, PME, Commerce et Artisanat (1993), Ministre de l'Industrie, de l'Energie, des Postes et Télécommunications et du Tourisme (1986).*

**DA :** Le capital n'a pas bonne presse en France. Quelle en est la raison ? N'en n'avons-nous pas besoin pour assurer la reprise économique ?

**AM :** Si le capital n'a pas bonne presse en France, n'oublions pas que l'épargne - qui n'est qu'un autre nom donné au capital est, elle, populaire.

Cela étant, nous traversons une époque de fort ralentissement économique, voire de croissance zéro. Or, génétiquement, culturellement, nous vivons encore partiellement sur l'héritage de la civilisation agricole, marquée par des siècles sans croissance où la richesse - le capital - provenait de la violence, du pillage ou de l'exploitation d'autrui. D'où la condamnation morale du profit par les Eglises encore très prégnante dans nos mentalités. En fait, l'acceptation des inégalités et du capital est très liée à la croissance car au fond, dans une situation de forte croissance, chacun peut se dire : « les inégalités et la possession par certains d'un fort capital m'importent peu si j'ai le sentiment que ces derniers conduisent un TGV dans lequel je peux monter ». Après tout, si Bill Gates ou Steve Jobs sont loin devant en matière de revenus, mais si leur activité favorise une forte croissance qui bénéficie à tous et que personne ne reste à quai, dans ce cas-là, le capital a bonne presse, il apparaît utile et les inégalités elles-mêmes, semblent « fécondes ».

Tout le monde connaît la bonne vieille règle des 72. Si j'ai 10% de croissance, mon revenu double tous les sept ans. Si j'ai 7% de croissance, mon revenu double tous les dix ans. Si j'ai 1% de croissance, mon revenu double tous les 72 ans et avec 0,5% de croissance tous les cent cinquante ans. Nous sommes dans ce dernier cas. D'où le retour de la condamnation du capital et du profit.

La difficulté est alors la suivante : pour sortir de notre faible croissance, on a besoin d'investissements massifs et donc de capital. D'un capital rentable. Or, à méconnaître le rôle du capital, à le surtaxer, on s'enferme dans la stagnation. Cette méconnaissance a conduit à l'idée de taxer le capital à hauteur du travail, une idée stupide portée et engagée par l'ancienne majorité - qu'il s'agisse de l'ex-Président de la République comme de la plupart des dirigeants de l'époque - et parachevée sous l'actuel gouvernement. Comme si le capital n'était pas déjà davantage taxé que le travail puisque le capital est par nature du travail épargné qui a déjà payé l'impôt, qui en repaie quand il est mis au service de la production et *in fine* quand on constate une plus-value ou lorsqu'il est revendu !

Tout ceci nous a amené au record mondial de taxation du capital.

Qui s'ajoute à notre taxation record du travail. Je parle ici de la taxation marginale du travail et des talents, ce que les économistes appellent le « coin fiscal et social marginal ». Or, la croissance se fait à la marge. Si vous me taxez à 75% sur les 100 000 euros de richesses supplémentaires que je peux produire, j'ai tendance à mettre le pied sur le frein. Si vous me taxez à hauteur de 33%, je mets en revanche le pied sur l'accélérateur.

Il faut toujours tenir compte du fait qu'en France les cotisations sont déplafonnées. Ce n'est pas le cas ailleurs, par exemple en Allemagne où elles sont plafonnées à hauteur de 50 000 euros par an. Additionnez le déplafonnement des cotisations et la taxation du capital et vous aboutissez à ce que les hauts potentiels, autrement dit les fabricants de croissance, soient déjà taxés à 75% en taxation marginale du revenu.

Nous commettons ainsi une double erreur en surtaxant et le carburant du futur, c'est-à-dire la matière grise - la créativité - et le capital.

Certes, le débat sur la taxation du capital existe depuis toujours. Je dirais, à ma droite, Maurice Allais, conservateur libéral partisan de la taxation du capital afin de le rendre plus mobile, et en échange d'une suppression des autres impôts. Une proposition qui paraît difficile aujourd'hui dans une société sans frontière où le capital circule librement et dans laquelle une haute pression sur le capital entraîne mécaniquement un déplacement de ce dernier vers les zones de plus basse pression.

A ma gauche, je citerais Nicholas Kaldor, économiste britannique d'origine hongroise, néo-keynésien, conseiller de tous les gouvernements travaillistes, qui a bien montré à mes yeux comment, du point de vue du salarié, la meilleure taxation du capital était zéro. Car le salaire dépend étroitement de la dose de capital. C'est vrai à l'intérieur d'une entreprise très capitalistique, qui peut délivrer un bon salaire. C'est vrai également d'un pays. Un coiffeur à Dakar a la même productivité qu'un coiffeur à Paris. Néanmoins, il est payé beaucoup moins cher. Donc ce n'est pas la productivité qui fait le salaire, c'est la productivité et le capital à un moment donné dans un pays. Sous capitaliser la France, c'est donc la condamner à la paupérisation salariale. Défendre le capital, c'est donc défendre les salaires.

En vérité, nos dirigeants - toutes tendances confondues - commettent une grave erreur économique en choisissant la voie de la surtaxation du capital et de la déflation salariale. Il n'est pas étonnant que les Français considèrent dès lors aujourd'hui le mot « réforme » comme étant synonyme de « purge ». Avec en plus le sentiment que la purge n'est pas pour tout le monde puisqu'il existe un décalage évident entre le spectacle de l'argent facile et la réalité des fins de mois difficiles.

**DA :** Mais puisque nous parlons de culture économique, ce que vous nous expliquez sur le capital et le travail est surprenant, car l'interaction entre le capital et le travail est analysée de façon extrêmement classique par Marx qui dit que le salaire ne se porte jamais aussi bien que lorsque le capital prospère.

**AM :** Ce qui est vrai. Sauf que Marx, à la différence de Piketty, envisageait la baisse tendancielle du taux de profit et la ruine du capital. Cela étant, le capitalisme

évolue. Nous ne subissons pas une crise, nous vivons une mutation. Or, très souvent dans de telles périodes de transformation, on a tendance à raisonner avec les idées du passé.

Lorsque nous avons quitté la civilisation agricole pour entrer dans la civilisation industrielle dans la deuxième moitié du XVIII<sup>e</sup> siècle, les premiers économistes, les physiocrates, qui s'étaient constitués en opposition au colbertisme et au mercantilisme, sont restés prisonniers de la conception selon laquelle la richesse venait de la terre. Ils n'ont pas vu la transformation de la notion de richesse qui, avec l'industrie, allait venir du capital et du génie humain.

Depuis la dernière décennie du siècle passé, nous quittons la civilisation industrielle pour entrer dans la civilisation de la connaissance, qui implique à nouveau une transformation de la notion de richesse. Ce qui compte le plus aujourd'hui, c'est la créativité. Au fond, le capital se déplace en quelques fractions de seconde d'un bout à l'autre de la planète, vers les endroits où la créativité humaine l'utilisera au mieux. Et j'ai le sentiment qu'il y a encore une déficience de l'analyse de ces nouvelles richesses fondées plus que jamais sur la connaissance et la créativité.

**DA** : Puisque vous parlez d'erreurs d'analyse... Dans les années 1980-1990, tout le monde croyait en une transformation de la société industrielle vers une société de services, ce que vous appelez le génie humain, mais moins envisagé peut-être autour des concepts de l'innovation et la connaissance comme vous le faites. A ce moment-là, certains ont pensé que le capital devenait superflu et qu'une communauté d'individus talentueux suffirait à se redistribuer en salaires ce qu'elle avait produit en chiffre d'affaires...

**AM** : Hum... c'est amusant. Ce qui se passe dans le domaine des NBIC (les technologies nano, bio, info, cognito) annonce, pour les deux ou trois prochaines décennies, un progrès comme jamais l'espèce humaine n'en a connu. Avec une croissance que l'on prévoit exponentielle.

Nous ne sommes qu'aux balbutiements des formidables puissances de calculs qui vont façonner le nouveau monde de l'intelligence artificielle.

Si l'on souhaite tirer parti des prodiges du numérique, des nanotechnologies, de la biogénétique et des sciences de la vie, de la robotisation ou des nouvelles énergies, il va falloir investir des milliards. Donc le capital financier tient encore un rôle considérable.

Mais le capital financier n'est rien sans le capital humain. La croissance repose toujours sur le mélange des deux ingrédients que sont le capital et le travail. Mais le travail n'est plus ce qu'il était. Il ne doit plus être compté à l'heure à la façon dont on l'envisageait Ricardo ou Marx, mais mesuré essentiellement sous l'angle de la créativité. Lorsque les 50 personnes de What's App se vendent 19 milliards de dollars, ce n'est pas le temps de travail que l'on paye, mais la créativité.

J'entends dire ici ou là qu'il faudrait « restaurer la valeur travail ». Il faut surtout développer la créativité. Je crois qu'on a beaucoup de mal à comprendre le changement d'époque, l'importance de la connaissance et la transformation de la nature même de la richesse. Il existe aujourd'hui des débats académiques passionnants sur le retour de la stagnation séculaire, développé par Larry Summers, ou sur la panne du progrès théorisée par l'économiste américain Gordon. Je pense que ces débats montrent que l'on ne sait pas encore mesurer ces nouvelles richesses.

Prenons un exemple. Imaginez que grâce aux progrès de la génétique, nous réussissions à cloner Diderot et d'Alembert. Ils sont à la recherche d'un métier. Ils se disent qu'avec l'extraordinaire développement du savoir humain, une nouvelle encyclopédie fera un malheur. Ils imaginent une édition en 1 000 volumes, vendus chacun 50 euros, qui va rapporter des milliards d'euros et venir grossir le PIB mondial. C'est alors qu'ils s'aperçoivent que cette encyclopédie existait déjà, qu'elle était gratuite et qu'elle pesait zéro dans le PIB mondial ! Ceci pour montrer que si la connaissance est le moteur de la richesse. Elle est, au sens juridique, un bien public. Je dirais même par provocation que c'est une richesse de type communiste ! On peut la partager sans s'appauvrir et sa reproduction se fait à coût marginal nul. Cela change la donne.

Aujourd'hui, sans doute que le progrès redevient déflationniste comme il l'était au XIX<sup>ème</sup> siècle. Cela ne veut pas dire qu'il y a panne de croissance. Il peut y avoir une croissance déflationniste. Mais cela brouille les repères.

**DA** : Une remarque est souvent faite par ceux qui veulent penser la société d'abord à travers une approche sociale. Si les élites savent jongler avec la connaissance et tirer leur épingle du jeu économique actuel, il va y avoir en parallèle beaucoup de laissés pour compte. Quel sera leur rôle dans une société qui va se développer sur des innovations de plus en plus complexes ?

**AM** : Il y a quand même quelques lois de l'économie qui restent valables. Le fait qu'il y ait des créatifs bien payés ne signifie pas le chômage pour les autres.

C'est le principe même de la loi de l'avantage comparatif, chacun se spécialisant sur ce qu'il sait relativement faire le mieux. Tout le monde a une part de créativité, une activité dans laquelle il peut être plus performant, non en valeur absolue mais en valeur relative. Je crois aussi à la théorie du déversement chère à Alfred Sauvy, c'est-à-dire au fait que les emplois à forte valeur ajoutée déversent leur richesse sur d'autres emplois. Plus la société est riche, plus je pourrai payer cher mon plombier, mon coiffeur ou le professeur de piano de mes enfants.

Il est vrai cependant que nous sommes aujourd'hui confrontés à une situation de déchirure sociale assez rude, à une paupérisation de trop nombreux français aux fins de mois difficiles, à une situation de précarité qui me fait craindre des réactions sociales et politiques fortes face à une politique économique très largement erronée, menée tant par la gauche que par la droite, et fondée sur la déflation salariale et les coupes budgétaires.

Prôner avec le patronat la TVA sociale comme le faisait l'ancien Président de la République ou encore le CICE et le Pacte de Responsabilité comme le fait l'actuel gouvernement, c'est vouloir faire payer par le salarié contribuable une partie de son salaire. Faute de pouvoir mener une politique de dévaluation monétaire extérieure, on mène une politique de déflation salariale intérieure.

C'est là une politique à la fois désespérante et inefficace.

Parce qu'on a distribué plus de salaires ces dernières années qu'il n'y a eu de gains de productivité, on cherche une sortie de crise par la diminution des coûts salariaux. A cette sortie par le bas, il faut préférer la recherche de la compétitivité par le haut. S'il est vrai que la distribution des salaires a dépassé les gains de productivité, il faut d'urgence rehausser notre productivité et donc injecter massivement du capital dans l'économie, revaloriser le capital humain de façon à retrouver un niveau qui permette de payer des salaires corrects, maintenir et même augmenter le pouvoir d'achat.

C'est à mes yeux la seule politique gagnante. Elle passe bien évidemment par une réhabilitation du rôle du capital. En disant cela, vous voyez que marque un trait d'union très fort entre le capital et le social. Je ne les oppose pas, au contraire. Renforcer le rôle du capital, c'est social.

**DA** : Mais d'où viendrait ce capital, ces injections massives ? Comment l'attirer ?

**AM** : Le capital n'est pas ce qui manque dans le monde. La preuve, c'est qu'on peut même offrir des placements à taux négatifs. L'avenir appartient donc aux pays qui sauront attirer le capital et non à ceux qui le feront fuir. J'ai hélas l'impression qu'aujourd'hui en France, nous nous trouvons dans le deuxième cas.

Au surplus d'ailleurs, la politique de la Banque Centrale Européenne, à l'heure actuelle, génère des distorsions économiques monstrueuses puisqu'elle consiste à dire aux Etats : vous avez dépensé beaucoup plus que vous ne le pouviez ; la situation est devenue intenable puisque vous ne pouvez pas rembourser vos dettes ; il faut d'urgence couper dans vos dépenses publiques et engager des réformes structurelles. Pour vous donner du temps, pour vous permettre de supporter votre dette - et vos déficits - je vous injecte de l'argent à taux 0 et je suis prêt à tout pour maintenir cette politique aussi longtemps qu'il le faudra. Malheureusement, le temps est compté.

D'autant que cet argent gratuit déversé sur les banques ne retourne pas dans l'économie et que les peuples s'impatientent eu peu de résultat des politiques de déflation salariale et d'austérité. Leurs efforts apparaissent comme des sacrifices

inutiles.

D'autant que paradoxalement, cet argent gratuit va enrichir ceux qui peuvent s'endetter, c'est-à-dire ceux qui sont déjà riches car, on le sait, les banques ne prêtent qu'aux riches.

**DA** : Y a-t-il alors une sortie politique possible ?

**AM** : Nous glissons dans une situation économique à la japonaise dont la sortie n'est pas simple. Pour éviter la déflation récession et plus encore la spirale de la déflation dépression, le meilleur scénario connu est le scénario américain, c'est-à-dire qui est peu ou prou celui que j'évoquais, le scénario de la croissance, celui d'une politique libérale, favorable à la créativité, au capital, au travail et à la concurrence. C'est la seule voie de sortie et elle n'est ni de droite ni de gauche. Elle peut même être consensuelle entre les meilleurs des deux camps. Si en revanche on poursuit la politique actuelle au niveau national comme à celui de la Banque Centrale Européenne, je ne vois – hélas – pas d'autre issue que le tumulte politique.

Cette politique pro croissance, pro capital, est nécessaire. Elle est aussi possible.

La compétitivité de la France, c'est à la fois celle de ses entreprises et celle de son Etat.

Donner des libertés à l'entreprise, renforcer la concurrence, recréer un vrai marché du travail, ne demande pas d'argent, juste du courage politique.

Quant à la baisse des impôts qui pèsent sur la croissance, les marges de manœuvre existent. Nous avons en France un capitalisme assisté par l'Etat. Le total des subventions versées aux entreprises et à l'économie s'élève à 150 milliards d'euros chaque année ! Ce qui représente le total de l'impôt sur le revenu, de l'impôt sur les sociétés et des charges sociales patronales.

On pourrait imaginer un troc, moins de subventions contre moins d'impôts et plus de liberté, en concentrant les mesures là où il y a un effet Laffer évident, c'est-à-dire sur les impôts qui ont le plus fort effet sur la croissance et dont la baisse des taux n'entraîne pas une diminution des recettes, voire les augmente.

Avec un objectif : revenir à une fiscalité moyenne européenne, ou même seulement à la fiscalité moyenne des pays nordiques qui nous sont comparables par le fort taux de dépenses publiques et sociales.

Quant à la compétitivité de l'Etat, le moins que l'on puisse dire, c'est que nous avons des gisements d'improductivité à exploiter. Aux coupes budgétaires aveugles, il faut préférer la recherche patiente de l'efficacité de la dépense publique, ce qui souvent passe par la délégation de gestion et l'ouverture à la concurrence des services publics.

En France, nous avons une grande chance. Si l'Etat vit au-dessus des moyens des français, ceux-ci produisent très en dessous de leur capacité.

## VU DANS L'ACTUALITE

---

### L'Etat contre le capitalisme financier au Moyen Age

A l'occasion des rencontres économiques d'Aix-en-Provence en juillet 2014, le ministre des Finances s'est proposé de clarifier le discours du Bourget de François Hollande. Il existe désormais une ligne de crête partageant le monde de la finance en deux : d'un côté la mauvaise finance, incarnée par la méchante spéculation « qu'il faut encore combattre pied à pied car elle est parfois prête à bondir », et de l'autre la bonne finance qui soutient l'économie et qui est « l'amie » du gouvernement.

C'est aujourd'hui un truisme de dire que le grand commerce international qui naquit au Moyen-Age fut à l'origine du capitalisme et de la finance modernes. Les

marchands italiens, qu'on dénommait alors de manière générique les « Lombards », y jouèrent un rôle essentiel. C'est à eux que les foires françaises de Champagne et de Lyon durent leur essor, ainsi que les premières activités boursières.

Organisés en compagnies, dominées le plus souvent par une famille, ces marchands levèrent des capitaux importants, d'abord pour réaliser des opérations commerciales d'envergure internationale, puis des opérations financières. Les fonds de ces compagnies étaient en effet en partie formés de dépôts à vocation spéculative, souvent à durée limitée, en contrepartie d'un intérêt important. Les masses financières ainsi constituées firent des « Lombards » des banquiers, en organisant et en contrôlant le maniement des changes ainsi que le mécanisme du crédit dans les foires de Champagne puis dans une large partie du domaine royal.

Naturellement, la puissance financière de ces compagnies attira la convoitise des princes dont les besoins d'argent ne cessaient de croître pour les services militaires, diplomatiques et financiers. Le capitalisme financier contribua donc très largement à la construction des grands Etats européens – français en particulier.

Au tournant des XIII<sup>e</sup> et XIV<sup>e</sup> siècles, les ambitions politiques de Philippe le Bel et de ses successeurs ne pouvaient se satisfaire des ressources aléatoires et insuffisantes du trésor royal. Au prétexte religieux de lutter contre l'usure, le pouvoir royal ne cessa donc d'imposer aux compagnies italiennes des amendes arbitraires et des enquêtes vexatoires pouvant conduire à des arrestations. A cette époque, la hausse des impositions et des prêts forcés visant les « Lombards » ne cessa de croître. Ces derniers « prêtèrent » à hauteur de plusieurs milliers de livres pour financer la guerre en Gascogne. Ils subirent également une pression fiscale de plus en plus formidable. En 1295, ils acceptaient de payer un denier et obole par livre de marchandises vendues ou de changes pratiqués. En 1315, la taxe fut doublée et, pour s'assurer des déclarations, on obligea les compagnies à passer par des courtiers. Cette même année, après une suite de taxations pour pratique abusive de l'usure, l'Etat reconnut l'existence des « casaniers » qui tenaient les tables de prêts, c'est-à-dire... de l'usure ! Mais l'on pouvait passer outre la contradiction puisque c'était aussi l'occasion de taxer toutes les transactions à 5%. Philippe V (1316-1322) puis Charles IV (1322-1328) exigèrent de tous les Italiens qu'ils payassent un don de joyeux avènement dont la première perception eut lieu en 1323. Mais dès Noël 1322, on leur imposa une nouvelle taxe sur le chiffre d'affaires en remontant rétroactivement à deux ans et demi en arrière. Cette même année 1323, on exigea un nouveau « don » du tiers de cette dernière taxe puis un « prêt » pour combattre en Gascogne, renouvelé en 1325 : la guerre coûtait cher.

Cette politique persista sans faiblir durant toute la première moitié du XIV<sup>e</sup> siècle. La conséquence fut la désorganisation complète du système qui avait fait la grandeur des foires de Champagne. Grâce aux capitaux italiens, elles étaient passées de lieu d'échange international des productions à celui de centre de règlements financiers où le crédit jouait un rôle croissant – donnant une visibilité nécessaire aux activités économiques et autorisant la prise de risque. La persécution fiscale dont fit preuve la royauté, au moment où les mutations monétaires fragilisaient le système des changes et alors que des troubles provoquaient la fermeture des horizons orientaux, mena les plus solides compagnies à la faillite. En 1350, les derniers marchands lombards disparaissaient des foires de Champagne agonisantes.

La mauvaise finance avait été pour un temps éradiquée, la bonne économie aussi.

\* \* \*

### **Le lien entre capital et monnaie : l'innovation de John Law**

En France le capital jouit d'une mauvaise presse. La culture économique des français est insuffisante pour reconnaître qu'une société sans capitalistes ne connaîtrait ni investissement, ni confiance, ni monnaie – et n'aurait aucune



économie.

John Law l'avait bien compris en plein XVIII<sup>e</sup> siècle. Analysant les piètres performances économiques de la France et de l'Ecosse, il concluait que les causes premières en étaient une stagnation et sous-utilisation des ressources. Ce système avait produit une économie de semi-troc incapable de produire des rentrées fiscales suffisantes. En France, le niveau excessif de dette publique suite aux dilapidations fastueuses et militaires de Louis XIV venait aggraver ces problèmes.

Précurseur des théories de la monnaie que l'on pourrait situer à mi-chemin entre les théories pré-monétaristes et pré-keynésiennes, Law pense qu'il existe un lien fort entre le commerce et la monnaie. Il faut plus de monnaie pour produire plus de commerce. Pour cela, il propose de remplacer l'or et l'argent par des billets de banque et du crédit bancaire. Une conception particulièrement moderne du système financier qui s'apparente à celui de l'économie mondialisée actuelle.

Avec la création de la Compagnie d'Occident en 1717, qui obtient rapidement le privilège d'émettre de la monnaie en devenant Compagnie des Indes en 1719, Law gage la monnaie sur du capital productif : vaisseaux, forts, stock de marchandises, etc. La monnaie est émise contre des actifs sous forme de prêts aux domaines privé et public. Ces actifs ont une valeur fondée sur les moyens d'honorer les intérêts et le capital de ces prêts, autrement dit sur les rentrées potentielles de revenu pour le secteur privé, et sur la possibilité de lever des impôts pour le secteur public.

C'est grâce au capital apporté par des particuliers – en premier lieu les détenteurs de dette publique qui furent les premiers à pouvoir échanger leurs billets d'Etat dépréciés contre des actions de la Compagnie – que Law put à la fois réaliser deux de ses ambitions initiales : restructurer la dette d'Etat et augmenter la masse monétaire tout en commençant à supprimer la convertibilité en espèces.

Néanmoins, dans ce système encore immature, la fièvre spéculative s'empara des investisseurs. John Law, contrairement à l'idée reçue, s'aperçut vite que les opérations de soutien au cours des actions qu'il avait initiées pour lancer la machine étaient en train de contribuer à son emballement. Il fallait réduire la quantité de billets en circulation.

Cette sage décision fut contrecarrée par plusieurs mesures interventionnistes prises sous la pression des amis du Régent qui ne voulaient pas accuser de pertes. Pis encore, ils obtinrent la convertibilité des actions en billets – décision absolument inverse à celle recherchée par Law qui voulait réduire la masse monétaire dont le volume excédait alors les capitaux de la compagnie des Indes. Law essaya une seconde fois de calmer le système en cherchant à réduire la valeur des actions et des billets de banque. Mais les protestations du public furent telles que le pouvoir recula. La confiance dans le système était détruite.

L'expérience de Law a montré qu'il était possible, pendant une brève période, de se passer de l'or et de l'argent dans un système monétaire. Son échec en raison d'une bulle financière s'explique d'abord parce que l'offre de monnaie a été massivement gonflée suite à la monétisation des actions de la Compagnie – une décision du pouvoir pour contenter ses proches et sa clientèle politique et satisfaire à court des détenteurs de titres qui se comportèrent davantage en rentiers qu'en investisseurs avisés.

\* \* \*

### **Coût et surcoût du capital : le capital contre le travail ?**

En mars dernier, Benoît Hamon était encore ministre délégué à l'Economie sociale et solidaire et à la Consommation. Dans le contexte des négociations du pacte de responsabilité de François Hollande, il publiait dans *Les Echos* une tribune pour expliquer que le coût du capital trop cher, et non le coût du travail trop élevé, était responsable de la chute de la compétitivité des entreprises françaises<sup>1</sup>.

Pour le dire autrement, si les actionnaires ne s'octroyaient pas des dividendes aussi importants en France, cet argent pourrait directement être utilisé par les entreprises pour leurs investissements. Benoît Hamon invitait donc ces derniers à faire preuve de modération, à la fois gage de leur esprit de responsabilité et moteur du retour aux investissements productifs susceptibles de relancer les embauches. Une comparaison avec l'Allemagne ôtait toute possibilité de contestation. Se référant à une étude du laboratoire Clersé de l'université de Lille-1 réalisée pour la CGT<sup>2</sup>, Benoît Hamon rappelait que les dividendes avaient augmenté en France de 50% tandis qu'ils baissaient de 10% en Allemagne. Comparaison n'est pas raison puisque M. Hamon se garde bien de comparer en revanche le coût du travail entre l'Allemagne et la France... Par ailleurs, dans un contexte de taux d'intérêt bas et d'augmentation continue du salaire réel depuis les années 1990 en France, la logique économique conduit à une substitution du capital au travail. Une tendance favorable lorsqu'un pays se trouve en situation de plein emploi, de vieillissement démographique et d'excédent extérieur (comme en Allemagne) mais défavorable à la situation française où il conviendrait, pour rendre le travail attractif, de réfléchir à une politique conduisant à une baisse relative du coût du travail par rapport au capital<sup>3</sup>.

Le capital a toujours un coût. Il s'agit du coût de fabrication du capital productif auquel s'ajoute le risque entrepreneurial ou marchand. Du point de vue des auteurs du rapport du Clersé, le coût du capital a connu une hausse, tant sur les plans microéconomiques que macroéconomiques, en raison de la libéralisation financière et de la globalisation. Il s'agit du coût financier qui vient « surcharger » l'acquisition de capitaux liquides par les entreprises. Ce « surcoût » relèverait « d'un phénomène de pure rente, dont la société dans son ensemble aurait intérêt à se libérer ». Les normes de rendement financier de plus en plus exigeantes viennent ainsi ponctionner les revenus des autres parties prenantes, au premier rang desquels les salariés qui perdent à la fois en revenu et par l'absence d'emploi liée au manque d'investissements. Ce mauvais coût du capital jouerait donc ici contre le travail.

Dans cette logique, le capital – et les revenus qu'il génère – sont considérés comme étant les sources d'un enrichissement sans cause. D'où l'idée simple qu'il est juste de les taxer au maximum. Fidèle aux préconisations de Thomas Piketty versées dans le programme électoral du PS en 2012 qui invitaient à taxer le capital à hauteur du travail, la loi de finance 2013 a consacré une hausse de près de 40% de la taxation des revenus de l'épargne, en particulier des plus-values, des intérêts perçus et des dividendes – hausse sans équivalent ailleurs. Les dividendes sont aujourd'hui taxés à 58% (depuis la fin de la présidence Sarkozy) et les plus-values de cession mobilières à 83%.

En conséquence, l'Etat récupère une grande partie des revenus du capital versés aux ménages ce qui, à terme, les détournera de cette épargne. Sans actionnaires, les entreprises seront alors financées autrement, grâce à la Banque publique d'investissement (BPI) par exemple. L'idéologie affleure clairement qui refuse sa confiance à l'initiative privée et ne croit qu'en l'action de l'Etat. Encore faut-il que ce dernier assume son nouveau rôle. Or, l'actualité démontre déjà le contraire. L'arrêt du Prêt à la création d'entreprise (PCE) géré par la BPI qui avait permis de générer la création de 200 000 emplois semble programmé afin de libérer des ressources pour financer le rapprochement d'Alstom et de General Electric concocté par le ministère du redressement productif.

Si le rêve d'une économie totalement dirigée devient presque réalité, ses limites en sont, on le voit, déjà une.

<sup>1</sup> Benoît Hamon, « La compétitivité française dépend aussi du coût du capital », *Les Echos*, 7 mars 2014.

<sup>2</sup> Laurent Cordonnier et al., *Le coût du capital et son surcoût. Sens de la notion, mesure et évolution, conséquences économiques*, Janvier 2013.

<sup>3</sup> Patrick Artus, *Flash Economie Natixis*, n°818, 18 novembre 2013.

\* \* \*

## **Le capital humain a-t-il une valeur ?**

La notion de capital humain a été inventée dans les années 1950. Paradoxalement,



alors qu'elle n'est encore aujourd'hui qu'un concept aux contours flous, elle a contribué à l'élaboration de nombreuses normes législatives et réglementaires. En France par exemple, la loi NRE (Nouvelles réglementations économiques) de 2001 exige des entreprises la communication d'un rapport de développement durable (RDD). Désormais, un bilan sociétal s'impose également. A terme, et grâce à la loi dite « Grenelle II » (2010), les ETI y seront également soumises.

Malgré une abondante littérature, la clarification du concept de capital humain est encore complexe. Trois représentations (économiques, comptable et gestionnaire) se sont succédées sans parvenir à cerner complètement la notion du point de vue théorique. Le foisonnement des définitions est tel que certains auteurs ont jugé plus simple de chercher ce qui ne relevait pas du capital humain pour le définir... Du point de vue du droit, les choses ne sont pas plus évidentes. La notion de capital humain y fait en effet office d'oxymore puisque l'Homme n'est pas un *bien*, c'est-à-dire une chose que l'on peut s'approprier. En ce sens l'épithète « humain » adossée à « capital » est inappropriée<sup>1</sup>. C'est d'ailleurs au nom de cette logique que la comptabilité ne range pas le capital humain dans le capital physique car il n'est pas un bien meuble ou immeuble. Au regard des sciences juridiques, il est de plus tout aussi hérétique, et pour les mêmes raisons, de vouloir le classer dans le registre du capital immatériel.

Le flou qui entoure la notion de capital humain renforce le sentiment qu'elle relève d'abord de nouvelles formes de communication visant à élaborer des concepts dont les contours demeurent imprécis. Il suffit pour s'en convaincre d'observer que, malgré son absence de définition, le « capital humain » alimente l'activité de nombreux cabinets de consultants, soutenue par les recommandations de diverses institutions, notamment l'OCDE. Là, l'attention portée au capital humain glisse insensiblement dans le domaine éthique. Associés à l'universalisme des droits de l'homme, les principes suggérés invitent les entreprises à surveiller des éthique ne soit pas bafouée dans toute la chaîne de production de valeur. Cette aspiration a également son revers : inciter les donneurs d'ordre à surveiller leurs fournisseurs (une forme d'ingérence) ou encore inciter à la délation lorsque les manquements sont révélés. C'est donc au nom du Bien qu'on réactive des méthodes de surveillance qu'on pensait révolues au lieu de laisser les entreprises et les consommateurs ne pas se fournir ni consommer les produits à l'éthique douteuse.

Pour dépasser la pensée éthique somme toute assez fourre-tout, Walras proposait déjà de porter le capital humain au bilan de l'entreprise dans la catégorie des investissements (compétences, bien-être des salariés, assiduité, fidélité, confiance) au lieu d'être comptabilisé comme une dépense de fonctionnement. S'inspirant de cette approche, Valérie Charolles en décale cependant légèrement la perspective en assimilant davantage la notion de capital humain à celle de travail<sup>2</sup>.

Avec le capital, le travail est ce qui permet à l'entreprise d'assurer la fourniture de biens et services. Il est le deuxième pilier qui permette à la sphère productive de fonctionner. Pourtant, dans les comptes de l'entreprise, il est plutôt considéré comme un gouffre, une charge et n'apparaît jamais sous forme de valeur, à la différence du capital qui sert à financer l'entreprise et qui apparaît à la fois dans ses charges pour le coût que son obtention génère et dans son patrimoine pour la valeur qu'il représente.

Valérie Charolles rappelle ainsi que, suivant la logique des normes comptables, le chef d'entreprise a davantage intérêt à investir en achetant de nouveaux équipements (plus modernes) qu'en embauchant car il augmente ainsi la valeur de son entreprise, telle qu'elle apparaît à son actif. A l'inverse, en recrutant, il n'aura fait qu'augmenter les charges récurrentes, sans aucune traduction directe dans la valeur de son entreprise. Cette même logique suppose qu'un entrepreneur qui voudrait remplacer du personnel partant à la retraite ne pourra le faire qu'au dernier moment, car en anticipant il alourdirait son bilan.

Cette situation est à la fois paradoxale et contradictoire dans les économies de service des pays développés où la qualification devient une des sources importantes de productivité. Plus que les considérations lénifiantes autour de l'éthique et du capital humain, cette réflexion qui invite à considérer le travail comme une partie

du capital des entreprises paraît plus riche d'avenir.

<sup>1</sup> Isabelle Cadet, « La mesure du capital humain : comment évaluer un oxymore ? Du risque épistémologique à l'idéologie de la certification », *Question(s) de management*, 2014/1 n° 5, p. 11-32.

<sup>2</sup> Valérie Charolles, « Neuf thèses pour sortir de l'enfer économique », *Le Débat*, 2014/1 n° 178, p. 109-110.

\* \* \*

### Investir oui, mais pas sans capital...

Alors que la mise en œuvre du pacte de responsabilité tant annoncée est en passe de se réaliser, le ministre de l'économie Michel Sapin a, le 18 août dernier, appelé les entreprises à « investir, embaucher, innover », en contrepartie du CICE entré en vigueur cette année.

Cette injonction paraît pour le moins baroque lorsqu'on se remémore l'une des premières mesures du quinquennat de François Hollande visant à taxer lourdement les investisseurs, en particulier ceux du capital-risque. Après pareil choc de défiance, il est compréhensible que ces derniers restent frileux.

L'exhortation de Michel Sapin, politiquement publiée dans les colonnes de *Libération*, est symptomatique d'une approche de l'économie fondée sur un modèle d'organisation administrative – assez proche de celui des grosses entreprises françaises. Chacun sait pourtant que l'innovation ne provient pas d'abord de ces grandes structures mais des petites entreprises ou des *start-up*.

Ces dernières, très innovantes ont besoin, plus que les autres entreprises, d'importantes sommes d'argent pour se développer. C'est pourquoi la constitution de leur capital social est une opération essentielle car il représente leur première source de financement et possède un impact certain sur leurs chances de survie.

Qu'elles lancent de nouveaux produits ou de nouveaux services, qu'elles utilisent des procédés ou des modes de commercialisation ou de gestion nouveaux, qu'elles développent ou exploitent des technologies nouvelles, toutes ces entreprises sont confrontées à d'énormes incertitudes au plan technologique, économique, stratégique ou concurrentiel.

Du fait de ces risques, ces entreprises ne sont pas prédisposées à recevoir des modes de financement habituels. Un constat formulé par Régis Moreau qui souligne que « les créateurs doivent théoriquement se tourner vers des partenaires particuliers qui ont la capacité de gérer les risques qu'une banque ne peut accepter »<sup>1</sup>. D'autres analyses empiriques font le même constat : la majorité des *start-up* est financée par apport personnel du créateur ou des membres de son cercle proche (famille et amis). Les investisseurs institutionnels n'arrivent qu'en dernière position. Le rôle de l'Etat n'est pas nul puisque des aides existent (prêt à taux zéro, aides non-remboursables, allègements fiscaux ou aides à l'embauche). Celles-ci ne peuvent cependant pas remplacer l'apport de capitaux frais. En définitive, il apparaît que ces entreprises innovantes ne sont pas, loin s'en faut, connectées uniquement à des financiers professionnels qui ne jouent pas, en France, un rôle prédominant.

Régis Moreau aboutit à des conclusions qui devraient faire réfléchir davantage nos élus. Contrairement à l'idée reçue que tout investisseur vise d'abord à maximiser son retour sur investissement, les actionnaires qui participent à la constitution du capital social d'une entreprise innovante ont des intérêts très variés : soutien amical ou familial, recherche d'un bénéfice industriel, soutien à un projet professionnel ou finalité d'investissement marchand. Les objectifs sont nombreux, « mais ils sont rarement tournés, en premier lieu, vers une rentabilité économique maximale ».

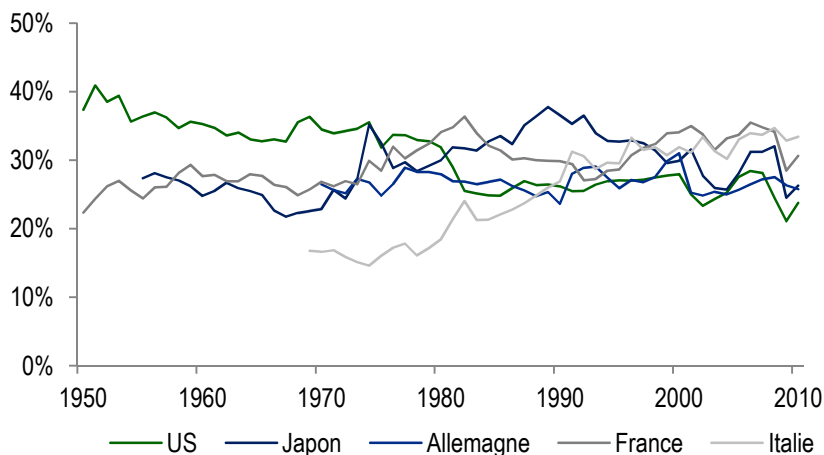
C'est donc sur la base d'intérêts réciproques et presque « naturels » que se constitue le capital social d'une *start-up*. Que l'Etat cesse de corseter les entrepreneurs et ces derniers sauront trouver les chemins de la croissance et de l'emploi. Cette solution appelle cependant des mesures plus courageuses et plus

discrètes que les appels à la « responsabilité » sans cesse scandés dans la presse.

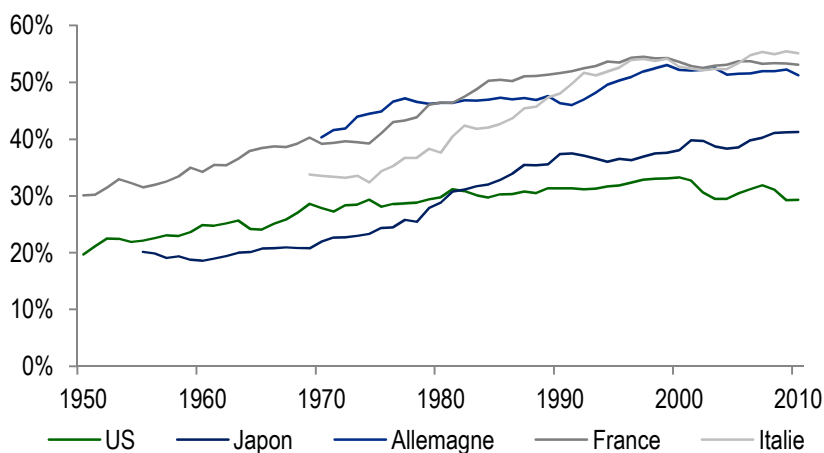
<sup>1</sup> Régis Moreau, « La constitution du capital social. Comment les entreprises innovantes françaises financent-elles leur création ? », *Recherches sociologiques et anthropologiques* [En ligne], 39-1 | 2008, mis en ligne le 08 février 2011. URL : <http://rsa.revues.org/423>.

## ANALYSE PAR LE GRAPHIQUE PAR LES CAHIERS VERTS DE L'ECONOMIE

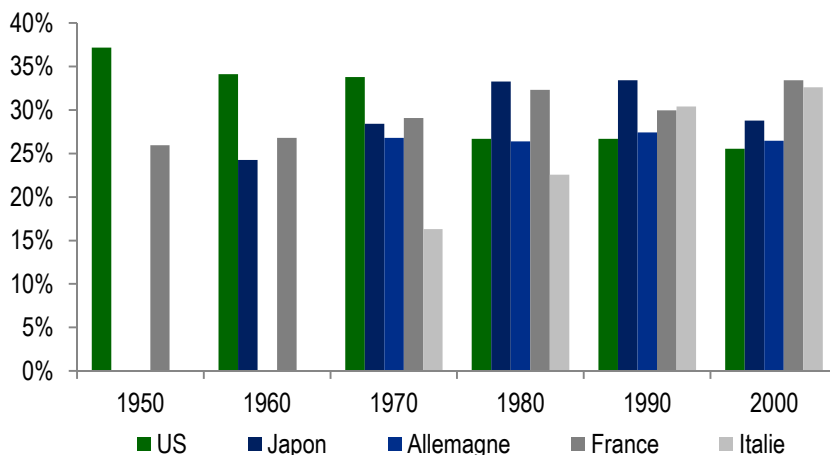
### Taux d'imposition sur le capital (incluant les taxes sur la production)



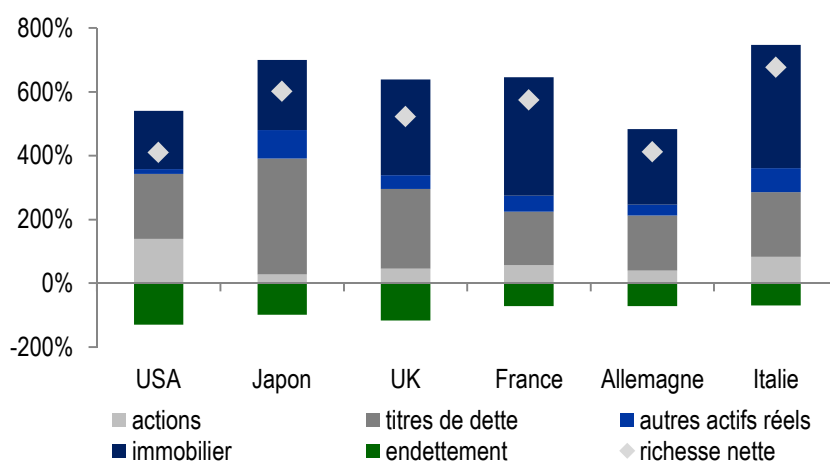
### Taux d'imposition sur le travail (incluant les taxes sur la production)



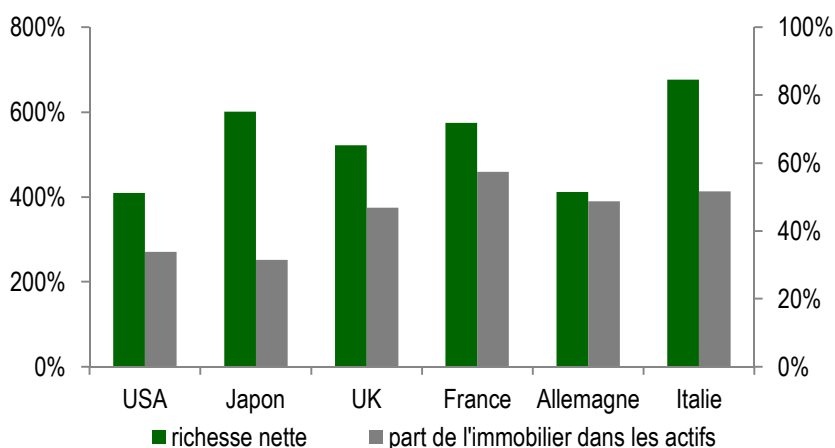
### Taux moyen d'imposition sur le capital



### Richesse privée du PIB en 2010 (en %)



### Part de l'immobilier dans les actifs



Dans son ouvrage « Le capital au XXIème siècle », T. Piketty préconise la mise en place d'un impôt mondial progressif sur le capital. Il n'est pas question ici de faire une analyse critique de l'ouvrage de T. Piketty (absence de distinction entre capital productif et capital improductif, explications insuffisantes sur la formation des inégalités et des rentes, raisonnement statique sur la concentration des

richesses,...). Il est plutôt de souligner que la sur taxation du capital comprend plusieurs effets pervers, ainsi qu'on le constate en France en raison d'une sur taxation du capital. Les données de T.Piketty, fournissant des données exhaustives et comparatives sur la taxation du capital (voir graphiques) ne démentent d'ailleurs pas cette sur taxation spécifique de la France, phénomène déjà ancien et renforcé depuis 2012. Cette analyse est aussi corroborée par les travaux de l'OCDE.

Le capital est en effet très clairement surtaxé en France par rapport à la moyenne des pays de l'OCDE, y compris par rapport à ses voisins allemands et scandinaves. Dans ces pays, les revenus du capital sont taxés à un taux forfaitaire entre 25 et 30%. En France, la taxation des revenus du capital est pratiquement alignée sur celle des revenus du travail et elle est par ailleurs assujettie à la CSG, ce qui peut conduire à des taux de taxation moyens supérieurs à 60%. Compte tenu de la mobilité du capital, cela conduit à des sorties de capitaux productifs et à la création de niches fiscales inefficaces.

L'idée d'aligner la taxation des revenus du travail et ceux du capital est pourtant intrinsèquement contestable. D'abord parce que le capital, c'est de l'épargne accumulée à partir des revenus du travail déjà taxés, à l'exception du capital obtenu par succession. Ensuite car la sur taxation des revenus du capital aboutit à décourager l'épargne, la prise de risque, l'investissement dans l'innovation et donc la croissance future. Il est également normal que le rendement du capital soit supérieur à celui du travail lorsqu'il existe un risque de perte en capital. Et aujourd'hui, la rentabilité des placements « sans risque » est quasi-nulle.

La charge fiscale supplémentaire imposée aux entreprises depuis 2011 dépasse les 30 milliards d'euros que le CICE n'a fait que très partiellement compenser. Les entreprises françaises sont en situation très défavorable dans leur concurrence avec les entreprises étrangères. Si on voulait égaliser les conditions de concurrence entre les firmes allemandes et françaises, c'est 10% de marge, soit 100 milliards d'euros qu'il faudrait transférer aux entreprises françaises.

La classe politique française a tendance à considérer l'impôt sur le capital comme une arme logique et ultime de justice sociale. Pourtant, la mobilité sociale est plus faible en France qu'ailleurs.

Surtout, la rente en France se situe en effet moins dans la détention et la transmission du capital, comme pourrait le suggérer l'ouvrage de T. Piketty, que dans d'autres phénomènes institutionnels. Notre système est en effet plus inégalitaire concernant l'accès à l'emploi. La rente se situe d'abord dans la rigidité du marché du travail, complètement « fossilisé » dans le secteur public et qui bloque l'accès à l'emploi des moins qualifiés dans le secteur privé, tout en limitant la mobilité professionnelle et géographique. L'effort de formation professionnelle est aussi capté par les titulaires de CDI qui en ont probablement le moins besoin.

La rente se situe aussi dans notre système éducatif où la réussite scolaire est fortement corrélée avec l'origine sociale et où il n'y a pas de deuxième chance. La rente se situe aussi dans la protection publique et l'excessive réglementation de toute une série d'activités et de professions, en particulier la construction.

Bref, la France fabrique de l'inégalité figée, qu'elle cherche ensuite à corriger uniquement par l'impôt.

Ce n'est pas en surtaxant encore plus le capital, mais plutôt en réformant son école, son système de formation professionnelle, en dynamisant son marché du travail, en démantelant l'enchevêtrement de statuts dans le secteur public et en ouvrant de multiples secteurs à la concurrence que la France réussira à faire

repartir la croissance et à relancer l'ascenseur social. C'est même grâce à un ensemble de mesures cohérentes visant à privilégier la prise de risque économique que l'on pourra envisager un redressement durable.



Jean-Baptiste Say (1767-1832) traversa l'une des périodes les plus denses de l'histoire de France. Il est considéré comme l'un des fondateurs de l'Ecole française d'économie politique libérale. Son œuvre intellectuelle porte principalement sur la loi des débouchés (« loi de Say »), le rôle du chef d'entreprise dans la production, le rôle des savants dans la recherche et l'intégration du vaste secteur des services dans le tableau de la création des richesses.

### LU POUR VOUS : Jean-Baptiste Say

---

Jean-Baptiste Say, *De la consommation des richesses*, Livre III, chap. 9, § 2, in *Traité d'économie politique*, t. 2, Paris, 1819, p. 405-409.

#### *Du crédit public, de ce qui le fonde, de ce qui l'altère*

*« Le crédit public est la confiance qu'on a dans les engagements du souverain. Il est au plus haut point, quand la dette publique ne rapporte pas aux prêteurs un intérêt supérieur aux placements les plus solides, c'est une preuve que les prêteurs d'argent n'exigent aucune prime d'assurance pour couvrir le risque auquel leurs fonds sont exposés, et qu'ils regardent ce risque comme nul. Le crédit ne s'élève à ce haut degré que lorsque le gouvernement, par sa forme, ne peut pas aisément violer ses promesses, et lorsque d'ailleurs on lui connaît des ressources égales à ses besoins. C'est pour cette dernière raison que le crédit public est faible partout où les comptes financiers de la nation ne sont pas connus de tout le monde. [...]*

*Sous d'autres rapports, un gouvernement n'obtient jamais autant de crédit qu'un particulier solide. On ne peut exercer aucune contrainte contre lui, lorsqu'il est infidèle à ses engagements. Le soin que les particuliers prennent de leur fortune n'est jamais égalé par celui que les gouvernements prennent de la fortune publique. Enfin, dans les bouleversements qui peuvent compromettre la fortune publique et les fortunes particulières, les particuliers ont quelques moyens de soustraire leurs biens que n'ont pas les gouvernements.*

*Le crédit public offre un moyen si aisé de dissiper de grands capitaux, que plusieurs publicistes l'ont regardé comme funeste aux nations. Un gouvernement puissant par la faculté d'emprunter, ont-ils dit, se mêle de tous les intérêts politiques. Il conçoit des entreprises gigantesques, accompagnées tantôt de la honte, tantôt de la gloire, mais toujours suivies de l'épuisement. Il fait la guerre, ou la fait faire ; achète tout ce qui peut s'acheter, jusqu'au sang et à la conscience des hommes ; et les capitaux, fruits de l'industrie et de la bonne conduite, sont alors remis aux mains de l'ambition, de l'orgueil, de la perversité.»*

Pour tout désabonnement à la newsletter, envoyer un mail à l'adresse suivante [newsletter@detroyat-associes.com](mailto:newsletter@detroyat-associes.com)













