

A l'encontre : Débat. Capital financier, spéculation et « investissement passif »

[Marchés financiers 0](#)



[Alencontre/](#) 2018-01-01

Par Rolando Astarita

Depuis les années 1990, la thèse de la financiarisation a bénéficié d'une acceptation importante dans les médias progressistes et de gauche, y compris se réclamant du marxisme. Parmi les principaux représentants de la financiarisation, on trouve François Chesnais et ses collaborateurs. Chesnais a eu une forte influence en Argentine et dans d'autres pays d'Amérique latine.

Selon Chesnais, au cours des dernières décennies, un régime d'accumulation financière mondialisé s'est mis en place (dans la suite, je fais référence à Chesnais, 1996). Ce régime se fonde sur de bas salaires, et son fonctionnement est commandé par les opérations d'un capital financier plus concentré et centralisé que dans toute période antérieure. Dans ce régime, les institutions financières non bancaires jouent un rôle clé en cherchant à valoriser leurs fonds. Ces institutions privilégient les placements à court terme en actions et autres titres, en cherchant une évaluation purement spéculative (ibid., p. 264). Précisons que, toujours selon la thèse de la financiarisation, il s'agit d'investissements spéculatifs au sens établi par Kaldor. Kaldor a défini la spéculation comme une transaction de la marchandise motivée par l'anticipation d'une modification des prix existants, et non par un avantage associé à son utilisation, ou à une certaine transformation ou à un transfert d'un marché à un autre (ibid., p. 261).

Guttmann, dans la même ligne que Chesnais, explique: «*La spéculation financière, qui représente le type d'investissement qui est à la base de la croissance explosive du capital fictif, implique l'achat et la vente de titres afin d'obtenir des gains en capital, en raison de la différence entre le prix de vente et le prix d'achat...*» (p. 82, in Chesnais, 1996). C'est pourquoi une logique «à court terme», typique du «modèle américain» (par opposition au

«modèle rhénan», avec prédominance des investissements à long terme), se serait imposée. Le court-termisme régirait alors les investissements productifs.

Spéculation et théorie de la valeur de travail

L'idée que le capital financier tire des profits juteux de la spéculation est fortement ancrée dans des milieux progressistes. Par exemple, c'est l'une des réponses typiques données par mes étudiants à la Faculté des sciences sociales (UBA, Buenos Aires), quand je leur demande ce qu'ils pensent du capital financier et de sa mécanique de valorisation. L'explication est intuitivement attrayante, car elle se rapproche de l'image des «experts en finance», des opérateurs qualifiés qui achètent à un effet de levier, ou vendent «à découvert», encaissant des différences juteuses. Même au cinéma, nous avons vu ces personnages.

Tout semble convenir: le capital financier est valorisé par la spéculation, ce qui explique pourquoi le capital fictif augmente et la production stagne. Chesnais a poursuivi en affirmant que, grâce à ces mécanismes, *«pour la première fois dans l'histoire du capitalisme, au centre du système [il se réfère aux pays développés], l'accumulation de capital industriel n'est plus orientée vers une reproduction élargie»*. (ibid., 264). La volatilité des prix serait alors fonctionnelle à cette valorisation purement spéculative du capital argent.

C'est, en définitive, la répétition de l'ancienne idée mercantiliste, qui expliquait le gain en achetant à bas prix et en vendant cher. C'est ce qui sous-tend également l'explication du gain par «surtaxe» (ou majoration). La particularité de Chesnais, Guttmann et d'autres théoriciens de la financiarisation est qu'ils appliquent cette approche au gain financier.

Cependant, la thèse n'a pas de cohérence logique. Comme l'a dit Marx dans *Le Capital* (voir chapitre 4), il est impossible d'expliquer la plus-value de cette manière. C'est pourquoi, il est également impossible que, dans son ensemble, le secteur financier s'enrichisse en achetant des actifs financiers bon marché et en les revendant plus cher. Dans *Valor, mercado mundial y globalización* (2004) et dans la critique de l'idée que le gain financier est né de la spéculation, nous avons écrit:

«Si vous parlez de volatilité... il est admis qu'il peut y avoir des gains, mais aussi des pertes. De plus, la spéculation consiste en principe à tirer parti de ces différences, c'est-à-dire vendre lorsque le titre est cher et racheter quand il touche un plancher à l'automne; nous dirions que le droit d'entrer dans ces mouvements est le rêve de tout commerçant. Mais si certains ont raison dans le timing des achats et des ventes, et gagnent, cela signifie que d'autres font exactement le contraire, et perdent. Donc, le résultat est un jeu à somme nulle. En d'autres termes, la volatilité ne permet qu'un changement de mains de la fortune, mais n'explique pas une augmentation de la valeur du capital financier dans son intégralité. De la même manière, les gains financiers ne peuvent pas être expliqués par de simples placements à court terme, comme c'est souvent le cas. «Court terme» signifie que vous devez acheter et vendre à plusieurs reprises, en faisant des profits à chaque «opération»; mais encore une fois nous avons cela dans ce type de circuits, ce que gagne l'un, l'autre le perd. La valorisation de l'ensemble ne peut jamais croître à cause de ce changement de détention des «papiers» à court terme.» (p. 131).

Le problème de fond: la valorisation financière ne peut avoir lieu que si le capital, qu'il soit productif ou commercial, réussit à générer et à réaliser la plus-value. Autrement dit, s'il

réussit à exploiter le travail. Il n'y a aucun moyen pour la valeur de croître par de simples changements de mains.

La croissance de «l'investissement passif»

L'argument que j'ai présenté dans *Valor...* était théorique, et bien que je ne trouve pas qu'on lui ait répondu, la thèse du «gain financier s'explique par la spéculation» continue de dominer jusqu'à aujourd'hui dans la gauche progressiste.

Cependant, le développement du capitalisme financier ces dernières années fournit un argument renouvelé à mes critiques. Il s'agit de l'importance que prend l'investissement dit «passif» par opposition à l'investissement «actif». Ce dernier est celui qui est généralement développé par les fonds de placement, ou fonds spéculatifs, qui cherchent à battre la moyenne du marché, en sélectionnant les titres dans lesquels ils voient le plus grand potentiel de volatilité, et de faire des opérations à court terme. Le problème avec cela est que, de plus en plus, est mis en évidence ce que la théorie dit, à savoir, que les investisseurs, en tant que groupe, ne peuvent pas surmonter le marché, puisqu'ils constituent eux-mêmes «le marché». Ce qui explique pourquoi, dans l'ensemble, les investisseurs actifs obtiennent les mêmes rendements que la moyenne du marché. A quoi il faut soustraire les commissions (qui sont payées pour chaque opération d'achat ou de vente) et les rémunérations élevées qui sont versées aux experts et aux conseillers.

Pour cette raison, l'investissement passif, basé sur des indices, a augmenté pendant des années. Il y a deux instruments principaux. L'un est des fonds indiciels (fonds qui investissent dans des indices). Un fonds indiciel est un fonds d'investissement commun qui organise le portefeuille de manière à ce que soient reproduites les composantes d'un indice boursier donné. Par exemple, reproduire l'indice Standard & Poor 500; ou le Dow; ou l'indice boursier des marchés émergents; ou un panier de *commodities*, etc. Par exemple, si l'action d'une société A participe à hauteur de 1,5% à un indice de X et si le fonds indiciel suit l'indice X, il assurera maintenir le 1,5% de portefeuille en actions la firme A. Des parts de ces fonds communs peuvent être achetées et vendues, et représentent la participation des investisseurs dans le portefeuille sous-jacent. La part (ou la participation) dans un fonds commun de placement investi dans des indices ne peut être achetée ou vendue qu'à la valeur nette du fonds en fin de journée.



Le deuxième instrument est l'Exchange Trade Funds (ETF), qui sont très similaires aux fonds indiciels, car ils sont également basés sur un portefeuille d'actifs sous-jacents (encore une fois, ils peuvent être composés d'actions, d'obligations, de contrats à terme, de lingots d'or, de devises, entre autres) qui cherchent à reproduire un indice. La principale différence avec le fonds indiciel est

qu'un ETF peut être commercialisé tout au long de la journée, de la même manière qu'une action est commercialisée.

La chose importante est que de plus en plus d'investisseurs abandonnent les fonds communs de placement actifs et les *hedge funds* [fonds de couverture, fonds d'arbitrage], pour canaliser les flux de trésorerie vers des gestionnaires qui privilégient les investissements passifs, à savoir les investissements qui suivent les indices et qui le décident selon des modèles informatiques.

Les indices se multiplient: actuellement leur nombre dépasse celui des actions cotées à Wall Street. Selon Bloomberg, en 2017, environ un tiers de tous les actifs américains sont placés dans des fonds passifs. Il y a 10 ans, la proportion était de un cinquième. Le 37% des fonds en actions domiciliés aux Etats-Unis sont gérés de manière passive (19% en 2009). Au Japon, près de 70% des fonds d'actions sont gérés de manière passive. De même sur le marché obligataire a augmenté la participation des ETF basés sur des obligations. Globalement, les progrès de la gestion passive sont plus lents, mais vont dans la même direction. Selon le consultant Willis Towers Watson, la proportion d'actifs gérés passivement a augmenté au cours des cinq dernières années, à l'échelle mondiale, passant de 16,5% à 21,6%.

Considérations sur l'investissement passif

Un premier problème est que les indices suivants montrent, d'une manière pratique, que les bénéfices du capital monétaire ne peuvent pas provenir de simples opérations d'achat et de vente. Il n'y a aucun moyen d'expliquer comment il est possible que les rendements des fonds suivant les indices dépassent souvent les rendements des fonds activement gérés, si on maintient, comme le fait l'approche de la financiarisation, que les profits de ces fonds sont le produit de l'achat et la vente d'actifs à court terme.

Deuxièmement, et lié à ce qui précède, il est clair que l'investissement passif a une durée plus longue que l'investissement qui cherche à faire des différences avec le trading, en profitant de la volatilité. Ce qui remet en question la validité de la thèse de la financiarisation, selon laquelle les investissements financiers à court terme détermineraient la nature à court terme de l'investissement productif. Rien ne permet d'affirmer qu'avec l'allongement des investissements de portefeuille, l'horizon temporel des investissements en capital fixe est modifié, dans une large mesure (un autre argument dans le même sens découle des opérations des sociétés de capital-investissement ou capital-risque).

Troisièmement, la réduction des investissements à court terme en actions et autres actifs ne devrait pas affecter, de manière substantielle, la croissance du capital fictif (par rapport à sa définition consulter mon blog «Qu'est-ce le capital fictif ?»). Rappelons que, selon la thèse de la financiarisation, le capital fictif était essentiellement alimenté par les profits générés par les opérations à court terme. La réalité est que lorsque les grands gestionnaires de fonds achètent des actions en fonction des indices, les valeurs boursières peuvent augmenter au-delà de ce qui serait déterminé par les «fondamentaux» (essentiellement, les bénéfices des sociétés et le capital réel existant), augmentant le capital fictif (et vice versa en cas de retrait de capital). Par conséquent, les variations de capital fictif n'ont rien à voir avec les investissements financiers à court ou à long terme.

Enfin, l'investissement passif met en évidence la véritable nature du gain financier. Cela ne vient pas des «*opérations habiles menées par des experts financiers*», mais des lois

élémentaires de la valorisation du capital. (Article publié fin décembre 2017, sur le blog de Rolando Astarita; traduction *A l'Encontre*)

Texte cité: Chesnais, F. (coord.), 1996, *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*, Paris, Syros.

Rolando Astarita est économiste, professeur et auteur de nombreux ouvrages en langue espagnol.