

LES TERRITOIRES DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE: QUELLES SUITES À LA CRISE DE 2008-2009?

Olivier CREVOISIER et Thierry THEURILLAT

avec la collaboration de Pedro ARAUJO

Groupe de recherche en Économie territoriale (GRET) Institut de Sociologie - Université de Neuchâtel,
Suisse

Mots-clés : Financiarisation, territoires, finance durable, circuits courts, sphères réelle et financière.

Key words : Financialisation, Territories, Sustainable Finance, Short Circuits, Financial and Real Spheres of the Economy.

INTRODUCTION

La crise actuelle, au départ uniquement financière et concernant un seul secteur et un seul pays, les fameux « *mortgages backed securities* » américains, qui s'est progressivement étendue à l'ensemble de l'économie mondiale pose la question des relations entre les sphères financière et réelle de l'économie. Avec cette crise, on semble, d'une part mesurer l'importance du système financier pour le fonctionnement de l'économie, et d'autre part prendre conscience des changements structurels engendrés par la mise en place de systèmes financiers interconnectés au niveau mondial et centrés sur la finance de marché. C'est cette interconnexion et interdépendance fonctionnelle et spatiale qui nous semble au cœur des débats actuels sur les liens entre le financement des activités économiques et les reconfigurations des systèmes financiers aux niveaux global, national et régional.

En effet, aux cours des trois dernières décennies, les économies de nombreux pays ont été marquées par le développement des marchés financiers, bouleversant les systèmes financiers nationaux et régionaux alors en place. Si l'ampleur des transformations de ces derniers et leur intégration au niveau mondial ont été variables selon les pays (on peut parler de variété et d'hybridation plutôt que de convergence vers un modèle anglo-saxon), les différentes réformes institutionnelles, d'inspiration anglo-saxonne, qui ont été prises ont toutefois un

point commun. Selon nous, la mise en place de systèmes financiers basés sur la finance de marché consiste à assurer la mobilité/liquidité du capital (Corpataux et Crevoisier, 2005). En effet, sur les marchés financiers, les investisseurs ont la possibilité de se désengager à tout moment vis-à-vis de leurs investissements (vendre) pour réallouer les capitaux ailleurs (acheter), dans d'autres entreprises situées dans d'autres pays ou régions. Dès lors, la financiarisation peut être définie comme un *processus de construction de la mobilité/liquidité* du capital avec la mise en place d'une industrie qui possède ses propres acteurs, ses propres formes d'intermédiation et d'évaluation financières et qui procède au développement de nouvelles classes d'actifs par la saisie de nouveaux secteurs et territoires. Dans ce processus, la géographie se trouve modifiée; l'approche développée dans cet article consistera à montrer que c'est par la modification du rapport au territoire que l'industrie financière s'est constituée sous sa forme actuelle et qu'il convient de réfléchir à sa territorialité pour réfléchir à de nouvelles modalités d'intermédiation financière.

Brièvement, la filière de la finance de marché peut se caractériser de la manière suivante. Tout d'abord, en amont, afin d'amener de l'argent « frais » sur les marchés financiers, différents systèmes de captage de l'épargne des ménages ont été mis en place (régimes de retraites par capitalisation aux États-Unis, en Grande-Bretagne, au Canada, aux Pays-Bas, en Suisse; ou fonds mutuels d'assurance-vie ou bancaires en France, Allemagne, mais également un peu partout dans le monde). Ensuite, en aval de la filière, c'est-à-dire au niveau des investissements, différentes mesures institutionnelles ont été prises pour étendre les possibilités de placement. D'une part, au niveau spatial, afin d'étendre et mettre en cohérence les systèmes financiers des pays, États-Unis et Grande-Bretagne, puis pays européens et marchés émergents (Russie, Chine, Inde, Brésil, etc.) et ainsi assurer la mobilité des capitaux grâce à une continuité légale et institutionnelle à un niveau mondial (abolition/forte baisse des taxes sur mouvements de capitaux). D'autre part, au niveau sectoriel, pour étendre le champ de l'évaluation des activités économiques par les marchés financiers (cotation en Bourse d'entreprises, plus grande ouverture à l'actionariat des sociétés déjà cotées, privatisation d'entreprises publiques, rachat des PME, saisie de nouveaux secteurs d'investissement comme par exemple l'immobilier et les infrastructures). Finalement, les banques, notamment les plus grandes d'entre elles, ainsi qu'un certain nombre de sociétés financières se trouvent au cœur de ce système financier et interviennent selon différents rôles et sous différentes formes (Morin, 2006; Theurillat *et al.*, 2008). D'une part, elles peuvent s'occuper de la gestion de fortune des particuliers (fonds de placement collectifs) et des institutionnels (caisses de pension, assurances) et proposent toutes de sortes de véhicules de placement (fonds cotés et non cotés) et produits financiers (produits standards et produits novateurs comme les produits dérivés et structurés par exemple). D'autre part, elles peuvent s'occuper des opérations sur les marchés financiers en aidant les entreprises à émettre des titres (augmentation du capital) ou à acheter d'autres entreprises (OPA) ou encore en octroyant des prêts aux entreprises et aux différents véhicules financiers (*hedge funds*, *fonds en private equity* par ex.) pour leurs opérations d'in-

vestissement (relution, croissance externe) ou de spéculations (par ex. achats d'entreprises sous-évaluées par des fonds spécialisés, pour les restructurer puis les revendre).

Il s'avère que la construction de la liquidité/mobilité dans le cadre d'un système financier de marchés boursiers organisés à l'échelle mondiale, aboutit, en définitive, à un allongement des circuits d'investissement. On peut mettre en évidence les transformations suivantes.

Premièrement, le passage de systèmes financiers organisés aux échelles régionales et nationales à des systèmes financiers nationaux et internationaux se traduit par un allongement de la distance physique entre les investisseurs et les lieux d'investissement. En effet, l'épargne des régions est collectée et centralisée dans les places financières respectives (Zurich, Londres, Paris, etc.) pour être ensuite redistribuée, aux échelles nationales et internationales. Il s'avère que cette redistribution profite aux entreprises cotées, notamment les plus grandes d'entre elles et par conséquent aux régions centres où sont localisés leurs sièges sociaux (Martin et Minns, 1995 ; Pollard, 2003 ; Corpataux *et al.*, 2009)

Deuxièmement, cet allongement physique des circuits d'investissement signifie également une rupture qualitative. En effet, la liquidité/mobilité signifie avant tout la dissociation entre les fonctions d'entrepreneur et d'investisseur. Dans un sens, la nature (entreprises et immeubles) et les lieux d'investissements (Bâle ou Shenzhen) deviennent distants, multiples et abstraits pour les investisseurs. Dans l'autre sens, les investisseurs/propriétaires deviennent également distants, multiples et abstraits pour les parties prenantes (employés, syndicats, collectivités publiques, etc.).

Troisièmement, l'allongement de la filière d'investissement signifie la mise en place d'un modèle de gestion particulier permettant de concentrer les caractéristiques d'un investissement dans deux critères uniques, ce qui aboutit à des exercices purement mathématiques de comparaison des risques et des rendements des différents actifs financiers (titres d'entreprises, titres de créances, valeurs monétaires, produits dérivés, etc.). L'intérêt de cette approche abstraite de l'économie, où la qualité n'intervient pas ou peu, réside dans ce qui se passe sur les marchés financiers (montée des cours et comportements des autres acteurs) et moins dans la réalité, c'est-à-dire dans le cadre des fondamentaux des activités économiques.

Quatrièmement, les choix des investisseurs portent sur des titres liés à des entreprises, mais ils portent aussi directement ou indirectement sur les contextes économiques, politiques, sociaux et environnementaux qui hébergent les entreprises. Les marchés financiers prennent ainsi en compte les politiques budgétaires et monétaires, les réglementations sociales et environnementales, etc. des différents pays ou régions dont les entreprises sont financiarisées.

Cet article propose de réinterroger le couplage entre finance et économie réelle à partir d'une approche institutionnaliste et territoriale (Crevoisier, 2010) des systèmes financiers. La première partie développe une approche territoriale de l'industrie financière (Corpataux et Crevoisier, 2005 ; Corpataux *et al.*, 2009). On verra que l'industrie financière peut être appréhendée comme une activité de construction et d'exploitation de la mobilité/liquidité du capital. Cette opération se réalise grâce à la disjonction entre les espaces de l'épargne et les espaces de l'investissement et l'insertion entre ces espaces des milieux financiers qui caractérisent la *Global City* (Sassen, 1991).

La deuxième partie montre, toujours dans une perspective institutionnaliste et territoriale, les principes et les frontières à partir desquels l'industrie financière a développé son autonomie face à ce que l'on appelle par défaut *l'économie réelle*. Tout d'abord, on mettra en évidence le contenu différent des critères traditionnels de rendement et de risque selon que l'on se trouve dans l'une ou l'autre de ces économies. À partir de là, on montre comment l'expansion spatiale (ou l'approfondissement de la saisie des espaces déjà financiarisés) a été à la fois la condition et le résultat de la bulle permanente que représentaient les cours boursiers continuellement croissants de ces vingt dernières années.

À partir de cette conception du système financier, la troisième partie montre que la finance durable s'inscrit dans la logique financière basée sur les critères de risque et rendement, et ne permet pas de dépasser l'opposition économie financière/économie réelle.

En conclusion, nous discutons des modalités d'un réel dépassement de cette opposition qui nécessiterait de poser au départ l'interdépendance entre les investisseurs et les entreprises et ensuite de repenser la manière dont on articule les investisseurs et les entreprises avec les contextes régionaux et nationaux qui leur permettent de développer leur fortune et de développer leurs activités. De toute évidence, cela passe par un renoncement de la part des investisseurs à exercer leur droit d'exit (*Hirschman, 1970*) permanent selon des modalités à négocier.

I. — UNE APPROCHE TERRITORIALE DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE

Dans cette première partie, nous proposons d'aborder l'analyse de l'industrie financière sous le prisme de l'espace. Tout d'abord, nous invoquerons la théorie du régime d'accumulation financiarisé pour brièvement rappeler comment l'industrie financière s'est libérée des contraintes institutionnelles et géographiques qui ralentissaient son expansion (1.1.). Ensuite, nous exposerons la logique fondamentalement spatiale de l'industrie financière à travers le concept de *mobilité/liquidité* des capitaux (1.2.). Ceci nous amènera à souligner les disparités régionales en termes d'intégration dans l'économie finan-

ciarisée (1.3.). Enfin, nous montrerons en quoi l'économie financiarisée favorise des circuits d'investissements toujours plus longs (1.4.).

1.1. La transformation des espaces d'accumulation

Si le système financier s'est toujours caractérisé par une logique expansionniste s'étendant au-delà des frontières institutionnelles et géographiques, c'est essentiellement depuis les années soixante-dix – quatre-vingt qu'il a imposé sa logique d'accumulation – basée sur l'augmentation continue des cours boursiers – aux économies contemporaines. En effet, jusqu'aux années soixante-dix – quatre-vingt, le système financier était contraint institutionnellement et contenu géographiquement. Les circuits d'investissement – entre sphères financière et réelle – étaient relativement courts et directs alors que, d'un point de vue spatial, les espaces de collecte de l'épargne correspondaient plus ou moins aux espaces d'investissement. En clair, les espaces d'accumulation étaient régionaux et nationaux, marqués par la contiguïté et par une relative proximité (dans le cadre national ou régional) entre les détenteurs de capitaux et les entreprises. Or, aujourd'hui le système financier se développe de plus en plus à une échelle globale. Bénéficiant du désengagement progressif de l'État dans sa régulation, ce système a su redéfinir les relations qu'il entretient avec l'économie réelle.

Pour certains auteurs (Orléan, 1999 ; Boyer 2000 ; Lordon, 2000a ; Chesnais, 2001 ; Aglietta et Rebérioux, 2004), proches ou affiliés à l'École de la Régulation, l'emprise de la finance de marché dans les économies contemporaines annonce l'avènement d'un nouveau régime d'accumulation, succédant au régime d'accumulation fordiste. Dans ce dernier, le système financier était subordonné au capital industriel productif et prenait essentiellement la forme de crédits bancaires. L'obtention du crédit bancaire était de surcroît relativement aisée et ceci pour l'ensemble des entreprises. Les politiques économiques étaient celles de l'argent « bon marché ». Aujourd'hui, le système financier se dresse de plus en plus comme une force autonome, imposant des critères de rentabilité financière élevée (Morin, 2006) alors que les formes de financement deviennent toujours plus hétérogènes et s'effectuent, de plus en plus, via les marchés financiers. Pour reprendre les termes régulationnistes, la finance de marché deviendrait même la « forme institutionnelle dominante » et commanderait ainsi les modalités et le rythme de l'accumulation. Ainsi, pour Orléan (1999 : 214), « les économies contemporaines ont pour caractéristiques centrales d'avoir porté le pouvoir financier à un niveau jamais atteint et de l'avoir placé au centre même de leur régime d'accumulation ». Ceci suppose que la rentabilité financière, c'est-à-dire l'augmentation continue des cours boursiers, est désormais le principal critère de l'accumulation, au détriment de l'accumulation du capital réel, quels que soient les critères (formation de capital fixe, marges opérationnelles, concentration sur les marchés réels, etc.) qui permettent de le mesurer.

Si la théorie de la Régulation a pour originalité de mettre les marchés financiers au cœur de son analyse, elle néglige cependant la plupart du temps l'espace. Pourtant, l'espace nous semble être au cœur de la dynamique de l'industrie financière. Nous pouvons observer une double relation entre l'espace et le système financier. D'une part, la finance est fondamentalement une industrie qui crée et organise la mobilité du capital dans l'espace. D'autre part, elle influence considérablement l'économie en général et sa géographie (Dupuy et Lavigne, 2009). Son impact ne marque pas seulement l'orientation spatiale des flux (financiers), mais *in fine* transforme la géographie des activités productives et les hiérarchies spatiales.

1.2. La construction de la mobilité/liquidité du capital par l'industrie financière

Selon nous, la principale caractéristique des marchés financiers, par opposition au capital réel, est leur liquidité. En effet, si le capital réel (les machines, les bâtiments, les infrastructures de communication et de transport, mais aussi les compétences, les images de marques, etc.) n'est pas ou peu mobile et soumet par conséquent ses détenteurs aux contraintes sociales de la proximité, le capital financier devient en revanche beaucoup plus mobile et liquide avec le développement des marchés financiers. La liquidité atténue le risque qu'engendre l'immobilisation du capital en offrant aux détenteurs de capitaux la possibilité de se désengager à tout moment de leurs investissements (Orléan, 1999 ; Lordon, 2000b). Dès lors, le capital financier promeut la généralisation du passage par l'ailleurs et les stratégies d'exit. Pour Dembinski (2009), la finance contemporaine permet de se désintéresser de la question de la durée, de l'engagement des acteurs et de la construction de compromis entre eux. Elle permet de se désintéresser de ces aspects en vendant et en encaissant les plus-values. Si les liens multidimensionnels qu'entretenaient sphères financière et réelle durant la période fordiste semblent, pour certains, se déliter, on admettra qu'à *minima* ils ont connu une radicale transformation. Quoi qu'il en soit, dans le régime actuel, les investisseurs sont centrés sur la rentabilité financière – qui dépend des marchés financiers – et sont de moins en moins impliqués dans les dimensions économique, sociale, et environnementale de leurs investissements. On a ainsi assisté à l'émergence d'un régime où le *passage par l'ailleurs* du point de vue des investissements et où une stratégie d'exit prédomine tant concernant le gouvernement d'entreprise que les politiques menées dans les différents espaces concernés. C'est la thèse que nous chercherons à défendre dans les sous-parties qui suivent.

Du point de vue territorial, qu'est-ce que la liquidité, si ce n'est *la mobilité* de la propriété des titres (Billaudot, 2001) entre des acteurs de plus en plus nombreux et qui participent à cet espace en expansion d'échange des titres ? C'est ce que nous avons appelé l'accroissement de la *mobilité/liquidité* du capital (Corpataux et Crevoisier, 2005) puisque la libéralisation des mouvements de capitaux va de pair avec le développement des marchés financiers et de leur liquidité. Deux types de réformes institutionnelles de nature territoria-

le ont été mises en œuvre afin de construire la *mobilité/liquidité* des capitaux. D'une part, la suppression des barrières réglementaires à la circulation des capitaux entre régions et entre nations. D'autre part, le renforcement de l'efficacité opérationnelle et informationnelle des marchés financiers grâce à une transparence et une information publique formatée selon les critères de l'industrie financière.

Pour passer du capital réel au capital financier, un certain nombre de transformations sont nécessaires, transformations qui portent sur le territoire (frontières, institutions, réseaux, noeuds). En premier lieu, il est indispensable de formaliser le contrôle du capital réel par des titres (actions, parts de fonds, etc.). Ensuite, il faut favoriser la *mobilité* et la profitabilité de ces activités en mettant sur pied un cadre institutionnel (abolition des frontières et mise en continuité des législations nationales, fiscalité favorisant les transactions, etc.), des technologies (les marchés financiers ont été parmi les principaux utilisateurs et promoteurs de l'intégration entre informatique et télécommunication (O'Brien, 1992)) et bien entendu des acteurs spécialisés (entreprises du secteur de la finance, bourses, médias spécialisés, institutions de formation et de recherche, consultants, etc.). Ces transformations permettent la *financiarisation* des activités économiques, c'est-à-dire l'évaluation en continu des investissements économiques par les marchés financiers (Orléan, 1999). La *comparaison* systématique entre actifs financiers financiarisés devient possible ainsi que le désengagement à très court terme à l'intérieur de l'espace financiarisé de l'économie. L'industrie financière est donc une industrie fondamentalement spatiale.

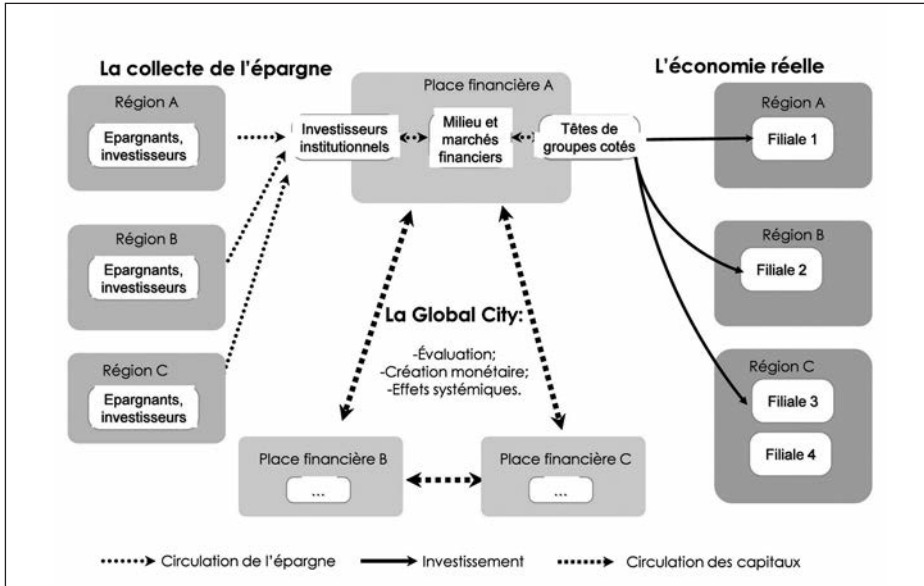
1.3. Une division spatiale du travail hiérarchique entre la global city et le reste

Le passage d'une économie centrée sur la production à une économie de marchés financiers soulève d'importantes questions spatiales, en particulier celle de savoir où s'opèrent de nos jours les processus de création monétaire.

La finance de marché, en particulier internationale, est aujourd'hui une des activités qui se répartit de manière très hiérarchique dans l'espace, quelques régions urbaines concentrant emplois et pouvoir décisionnel. De véritables pôles financiers interagissant et formant ensemble la *Global City* (Sassen, 1991) se sont développés et, dorénavant, ce sont de plus en plus souvent des gestionnaires localisés dans quelques métropoles financières qui décident de la répartition géographique des investissements (voir figure 1, page suivante).

Cette géographie n'est pas que le résultat du fonctionnement de l'industrie financière, elle en est aussi la condition. En effet, c'est par la centralisation des marchés, des informations, des compétences, qu'a pu se mettre en place un *décalage* dans les capacités de création monétaire entre la *Global City* et les autres espaces.

FIGURE 1 : *Espaces actuels d'accumulation*



Source : élaboration propre

1.3.1. Les espaces de création monétaire

Le processus de centralisation et de concentration spatiale du système financier remet en question, à l'autre extrême, le développement et surtout l'autonomie des systèmes bancaires locaux. Pour Dow (1999), les politiques de libéralisation du système financier ont joué un rôle non négligeable dans ces transformations. En effet, d'une part, dans un contexte où les capitaux circulent plus librement, la recherche/préférence pour la liquidité est à l'origine d'un drainage accru des flux financiers vers les places financières. D'autre part, dans un contexte de concurrence accrue, les banques locales ou régionales connaissent des difficultés. Certaines disparaissent ou alors sont rachetées par de plus grandes banques. Ce déclin affaiblit le pouvoir de création monétaire dans les régions périphériques (Dow et Rodriguez-Fuentes, 1997), ou tout au moins réduit considérablement l'autonomie décisionnelle locale, puisque les banques et les succursales bancaires locales fonctionnent avant tout comme des points d'entrée de l'épargne (Crevoisier, 2001). Ces différents éléments provoquent, *in fine*, une perte d'autonomie des régions.

En bref, pour Dow, le passage à une économie de marchés financiers et la réorganisation spatiale du système financier qui en découle favorisent la concentration spatiale des activités financières. En parallèle, on assiste au déclin plus ou moins marqué des circuits traditionnels de financement.

1.3.2. *Les espaces de collecte de l'épargne*

La montée en puissance des investisseurs institutionnels et des caisses de pension en particulier (Lavigne, 2005) n'est, de surcroît, pas sans conséquence sur ces transformations spatiales. Rappelons, en effet, que les caisses de pension se positionnent sur un segment – la récolte et l'allocation de l'épargne des ménages – occupé presque exclusivement jusqu'aux années quatre-vingts par les établissements bancaires (Aglietta, 2008). Ces derniers récoltaient l'épargne localement et la réinvestissaient en grande partie dans leur région d'implantation sous forme de crédits bancaires, de crédits immobiliers, etc. Aujourd'hui, les caisses de pension captent une part substantielle de cette épargne et concurrencent ainsi les établissements bancaires sur un terrain qui leur est traditionnellement réservé. Au Royaume-Uni, Martin et Minns (1995) montrent ainsi que l'émergence des caisses de retraite britanniques à la fin des années quatre-vingt a eu d'importantes répercussions spatiales sur l'économie du pays. Alors que l'épargne est récoltée de manière homogène sur l'ensemble du territoire, celle-ci est canalisée par des institutions financières implantées principalement dans le sud-est du pays. Ces fonds sont ensuite investis principalement à la bourse londonienne et seules les entreprises cotées – essentiellement des grandes entreprises – en bénéficient. Pratiquement, très peu est réinvesti dans les différentes régions du pays.

Dès les années quatre-vingt dix, ce phénomène se retrouve également en Suisse (Corpataux *et al.*, 2009). Ainsi, l'épargne des retraites est récoltée sur l'ensemble du territoire national alors que l'essentiel de sa gestion s'effectue dans les deux principales places financières du pays, à savoir Zürich et Genève. Par ailleurs, la centralisation des décisions d'investissement a généré deux changements majeurs en termes de circuits d'investissement. Premièrement, la part des placements en titres (actions et obligations) s'est accrue, passant de 47 % entre 1992 à 63 % en 2004. Deuxièmement, les placements se sont considérablement internationalisés, passant de 26 % à 51 % pour la même période. En pratique, cela se traduit par des investissements dans des sociétés cotées étrangères et suisses. Ces dernières investissent également massivement à l'étranger. Par conséquent, cette nouvelle configuration de l'industrie financière favorise l'internationalisation des placements au détriment des régions de récolte de l'épargne.

1.3.3. *Les espaces d'investissement (l'économie réelle)*

La modification considérable des circuits de financement n'est pas sans conséquence sur le développement économique et spatial d'un pays puisqu'elle place les espaces et les entreprises face à des situations très différenciées. Pour certains, et plus particulièrement pour les grandes entreprises cotées en bourse, l'accès aux capitaux en est considérablement facilité ; pour d'autres, en particulier pour les PME indépendantes, il devient plus difficile. Tout ceci a bien entendu des conséquences importantes du point de vue du développement des régions composées de PME (Dow, 1999 ; Pollard, 2003 ; Klagge et Martin, 2005). L'absence ou la disparition progressive des circuits traditionnels de

financement dans ces régions provoque tôt ou tard le rachat des PME par des grandes entreprises en principe extérieures à la région. Il en découle une perte d'autonomie décisionnelle régionale et un rationnement, ou en tout cas un accès différencié au capital. Les grandes entreprises cotées en bourse ont ainsi pu entamer une croissance externe continue en absorbant progressivement d'autres entreprises cotées (par les OPA par exemple), mais aussi et surtout des entreprises et des secteurs (comme les télécommunications, les infrastructures, etc.) qui n'étaient pas connectés aux marchés financiers.

De cette manière, les grandes entreprises peuvent être aujourd'hui considérées avant tout comme des groupes financiers, dont les sièges sont systématiquement localisés dans les métropoles financières, et plus comme des groupes industriels. Il en résulte une centralisation du pouvoir d'investissement et une capacité *d'arbitrage spatial* (Leyshon et Thrift, 1997) de la tête de groupe par rapport à toutes les entreprises filiales ainsi qu'aux contextes nationaux et régionaux qui les hébergent.

1.3.4. La déstructuration des espaces traditionnels d'accumulation

Le processus de centralisation et de mise en cohérence des systèmes financiers dans les métropoles financières qui forment la *Global City* n'est pas que la conséquence du fonctionnement de la finance de marché, mais elle en est aussi la cause. En effet, la liquidité est d'autant plus grande que le marché est important et interconnecté. Le développement de la finance de marché et son interconnexion a été une condition à partir de laquelle a pu se mettre en marche la financiarisation et l'intégration progressive et sélective des entreprises, des secteurs et des espaces à partir de l'accès facilité au capital pour les grands groupes cotés. Corollairement, elle a aussi signifié la disparition des espaces régionaux, et même nationaux, comme entités cohérentes de l'accumulation (Crevoisier, 1997) puisque toutes les décisions sont prises au niveau des têtes de groupes. Il en découle une dualisation des espaces actuels d'accumulation : d'un côté, les circuits de la finance prennent la forme de réseaux centrés sur la *global city*; de l'autre côté, l'économie réelle, notamment dans les domaines de la formation, de la recherche, du marché du travail, des assurances sociales, des politiques environnementales, etc. s'organise encore très largement sur le modèle traditionnel de la gouvernance nationale et régionale.

1.4. La disjonction entre les espaces d'épargne et d'investissement

Les acteurs de la finance de marché ont fondamentalement besoin de transparence afin d'effectuer leurs calculs et ainsi de comparer les différentes classes d'actifs en termes de rendements et de risques. Ainsi, grâce aux informations récoltées, les financiers peuvent comparer un investissement entre une entreprise minière russe et une entreprise chimique suisse, entre un fonds de placement comprenant un mix d'obligations et d'actions avec un fonds immobilier, etc. Si cette notion de transparence n'est pas sans ambiguïté, elle s'avère être une condition essentielle pour assurer le fonctionnement des marchés

financiers et le développement de leur liquidité. Toute comparabilité suppose, en effet, la création/construction permanente de *transparence*, c'est-à-dire d'informations comparables dans l'espace, standardisées et publiques. C'est d'ailleurs l'une des caractéristiques de la finance de marché de ne pas apprécier les relations de proximité, bilatérales et privées, car celles-ci ne sont pas publiques et sont donc considérées comme opaques.

Or, différentes dynamiques, souvent contradictoires, marquent aujourd'hui l'industrie financière et sont paradoxalement sources d'*opacité* pour certains acteurs (Corpataux *et al.*, 2009). Cette opacité n'incite pas les acteurs à être des actionnaires actifs ou à mieux connaître les entreprises et les contextes dans lesquels ils investissent.

En effet, rappelons très brièvement, trois traits caractérisant la dynamique de l'industrie financière aujourd'hui. Tout d'abord, l'accroissement de *mobilité/liquidité* du capital et le principe de diversification semblent conjointement jouer en faveur de *l'internationalisation des placements*. Or, les nouveaux pays dans lesquels sont réalisés les investissements sont de moins en moins connus des investisseurs. Ensuite, l'apparition de *nouveaux secteurs*, comme l'immobilier ou les infrastructures urbaines (Torrance, 2009) nécessite de nouvelles compétences par rapport aux investissements industriels traditionnels. Enfin, et à l'instar de la plupart des secteurs d'activité, la finance est marquée tout à la fois par un processus de standardisation de ses produits/services et parallèlement par un *processus d'innovation/complexification dans ces mêmes produits/services*. Or, les nouveaux produits (produits dérivés, produits composites, etc.) sont particulièrement complexes et il est extrêmement difficile, pour ne pas dire impossible, de retrouver exactement le point de chute de l'investissement.

De plus, la structure du système financier se complexifie au travers de l'émergence de *nouveaux acteurs*. En amont de la filière, on note l'apparition des caisses de pension et autres fonds mutuels, souverains, etc. qui gèrent des montants aujourd'hui colossaux et qui sont, pour une grande part, investis sur les marchés financiers. En aval de la filière, les agences de notation sont devenues des acteurs-clés puisque le passage à une économie dominée par les marchés financiers nécessite des évaluations publiques, externes et à distance, à partir d'informations standardisées. Face à une complexité et à une opacité croissantes, la filière financière semble d'ailleurs susciter sa propre dynamique de développement puisque les agences d'information et les experts en charge de contrôler les « premiers » experts à qui l'on a délégué la gestion de son argent se multiplient (Corpataux *et al.*, 2009).

De manière générale, les circuits contemporains de la finance de marché de plus en plus longs, demeurent opaques et difficiles à maîtriser, particulièrement pour les « petits » investisseurs en bout de chaîne, mais aussi pour des acteurs centraux.

Ceci est quelque part paradoxal, puisque, et comme l'observe Watson (1999), les circuits internes à la finance peuvent être extrêmement courts. Des sommes considérables – en augmentation constante depuis deux à trois décennies – s'échangent chaque jour sur les marchés financiers entre acteurs financiers. À l'opposé, les circuits qui relient finance et monde réel semblent suivre la marche inverse et tendent à toujours plus s'allonger.

En résumé, la *mobilité/liquidité* offre aux investisseurs la possibilité de se retirer en tout temps. L'application et la généralisation du principe de diversification entraîne le panachage, dans les portefeuilles des investisseurs, des secteurs, des pays, des monnaies et des véhicules d'investissement. La distance géographique, mais aussi sociale, technique, etc. entre l'investisseur et le point de chute de l'investissement s'est accrue de manière extraordinaire, créant complexité et opacité. Tout ceci n'incite pas, voire empêche les détenteurs de capitaux de développer une connaissance détaillée des entreprises et des contextes dans lesquelles ils investissent. Ils se délestent ainsi de plus en plus de leur rôle d'entrepreneurs pour devenir de « purs » financiers. C'est ce détachement progressif du lieu et de la nature de l'investissement qui est selon nous à l'origine de l'autonomisation de la sphère financière.

II. — L'AUTONOMISATION DE LA SPHÈRE FINANCIÈRE

Nous avons vu que les marchés financiers sont au cœur du système économique et qu'ils permettent aux investisseurs de placer leur argent à court terme dans des régions toujours plus éloignées. La thèse de cette partie est que l'industrie financière s'est développée au cours des vingt dernières années grâce à un certain nombre de découplages entre la sphère réelle et la sphère financière. Cette dernière s'est progressivement construit un modèle autoréférentiel de fonctionnement. Par exemple, les fusions et acquisitions ne sont plus basées sur une logique industrielle. La montée continue des cours boursiers a donné aux entreprises cotées les moyens de s'endetter davantage et de racheter des entreprises (cotées ou non cotées), c'est-à-dire de financiariser de nouveaux espaces ; ces absorptions ont été validées *ex post* par la hausse des cours, qui en retour redonnait de nouveaux moyens aux entreprises cotées ; pour les actionnaires, la hausse des cours permet d'anticiper des rendements élevés (on parle d'objectif de 15 %), et a renforcé l'incitation à maintenir les placements en bourse ; etc.

Le mécanisme d'expansion spatiale de la sphère financière consiste donc en une anticipation permanente de la croissance des cours, créant ainsi une bulle permanente. Cette dernière se résorbait au cours des vingt dernières années grâce à la cotation de nouvelles entreprises situées dans de nouveaux espaces et dans de nouveaux secteurs. De cette manière, la sphère financière a pu maintenir ses profits et conserver son attractivité.

Cette autonomisation/expansion est allée de pair avec le développement de critères propres de gestion, en particulier du risque et du rendement. Elle repose également sur d'autres horizons et échelles spatiales. L'écrasement des échelles géographiques qui résulte de l'interconnexion des places et des marchés financiers est tout à fait distinct de l'économie réelle, laquelle est plus marquée par une articulation traditionnelle de différentes échelles.

Cette autonomisation correspond pour l'économie réelle à une prise en tenaille entre d'une part les exigences de la sphère financière, alignées sur celles des marchés boursiers, et d'autre part les conditions réelles de la production qui dépendent des conditions locales. En reportant cette pression sur les entreprises, la finance n'a plus à se préoccuper des conditions locales ou nationales de la compétitivité (Colletis *et al.*, 2007).

2.1. La frontière entre sphère financière et économie réelle : des critères de gestion différenciés

Lorsque l'industrie financière construit et exploite la *mobilité/liquidité* du capital dans l'espace, elle mobilise des principes et des critères de gestion (rendement et risque) bien spécifiques, ayant des temporalités et des spatialités propres.

En effet, la théorie financière moderne, inspirée de Markowitz (1959) et qui imprègne une grande partie des stratégies actuelles de placement, porte sur la gestion de *portefeuilles* d'actifs. On cherche dorénavant à maximiser le *rendement* et à minimiser le *risque*, ces deux grandeurs n'étant plus forcément liées positivement grâce à une composition adéquate, *diversifiée*, du portefeuille (1).

De plus, si des marchés financiers suffisamment liquides et développés constituent la condition *sine qua non* de leur bonne marche, la finance de marché se caractérise par une conception tout à fait particulière des notions de *rendement* et de *risque* (tableau 1, page suivante), différentes de celles de l'économie réelle, non financiarisée.

En économie réelle (ou plus précisément en économie monétaire de production), le rendement caractérise l'accumulation du capital et son contrôle sur la durée, c'est-à-dire en fonction des cycles économiques, qu'ils soient courts (cycle de production par exemple) ou longs (cycles des produits ou cycles technologiques). Cette accumulation se réalise à différentes échelles (entreprise, secteur, région ou nation) qui correspondent à l'organisation de la production, de la consommation et des échanges réels. Pour l'économie financière, le rendement n'est pas calqué sur les cycles réels, c'est-à-dire sur la durée, mais sur les rendements comparés en continu avec les rendements des autres inves-

(1) Pour une présentation objective et critique de la théorie financière moderne, se référer à Sauvage (1999); Rainelli-Le Montagner (2003).

TABLEAU 1 : Comparaison des critères d'investissements entre les circuits réels et financiarisés

	Économie réelle		Économie financiarisée	
	Base de calcul	Spatialités et temporalités	Base de calcul	Spatialités et temporalités
Rendement	Rendements futurs attendus du projet.	Horizon temporel du projet réel, accumulation ; territoire d'implantation du projet.	Comparaison avec les indices des marchés (sur- ou sous-performance).	Rentabilité instantanée et comparable dans le circuit financiarisé mondialisé.
Risque	Risque industriel, technologique, ou du marché des biens et services.	Lié au territoire de déploiement du projet.	Probabilisable et réductible par la diversification entre classes d'actifs et entre pays aux évolutions non corrélées.	Panachage de lieux et de territoires financiarisés aux évolutions non corrélées.

Source : Corpataux *et al.*, 2009

tissements sur les marchés financiers ; la logique d'évaluation des marchés financiers est ainsi permanente et déconnectée du temps, souvent long, de la production (Orléan, 1999). En bref, on substitue à un engagement dans la durée la menace de départ, de défection à court terme. *L'accumulation dans le temps est remplacée par la mobilité dans l'espace* ; le lien social (*stakeholder*) laisse place à la valeur actionnariale (*shareholder value*) ; l'engagement dans un projet immobilier ou industriel comportant des risques propres et des spécificités est remplacé par un acte d'achat de titres standardisés.

La notion de rendement « suffisant » ou « insuffisant » dépend de la base de comparaison, de la base de calcul, de l'horizon temporel de valorisation, etc. Durant les années quatre-vingt-dix, la croissance des cours boursiers rendait les investissements en actions très attractifs. Depuis la baisse brutale des cours en 2000-2001, les investissements immobiliers sont à nouveau considérés comme attractifs pour les marchés financiers. Dans les termes de l'industrie financière, les pertes réalisées sur les placements en actions ne sont pas forcément à considérer comme une erreur. L'erreur consiste à perdre plus que les indices du marché ou de ne pas avoir bien diversifié son portefeuille. On devrait pourtant comparer les performances d'un portefeuille placé sur les marchés avec des investissements réels directs, effectués sans passer par les circuits financiers sur une période de quinze ou vingt ans. De telles comparaisons ne sont d'ailleurs réalisées qu'exceptionnellement. Elles sont d'autant plus difficiles que les rendements ne sont pas calculés de manière identique. Il y a donc rendement et rien ne montre que les investissements réalisés, par exemple, dans les PME non cotées, sont moins rentables que des investissements financiarisés.

En économie réelle, le *risque* pris par l'entrepreneur est difficilement rationalisable sous la forme d'un calcul. L'entrepreneur fait un pari sur le futur et ce futur n'est pas parfaitement connu ou connaissable. Cette incertitude a été qualifiée de « radicale » par Keynes et est réservée à des situations au devenir inconnu ou tout au moins non probabilisable, ce qui s'exprime par l'impossibilité de dénombrer les états du monde futur (Sapir, 2000). Dans cette perspective, le futur est par définition considéré comme fondamentalement opaque (Hugon, 1990; Lordon, 2001).

Dans la théorie financière, le terme *risque* est appliqué aux situations à l'issue imparfaitement maîtrisée mais dont tous les scénarios de sortie sont connus au départ. Il est donc possible de leur affecter une probabilité d'occurrence et ainsi prédire et calculer le futur (Moureau et Rivaud-Danset, 2004) (2). Au niveau du portefeuille d'actifs financiers, on peut donc réduire le risque grâce à la *diversification* entre les classes d'actifs et entre les nations ou régions dont les rendements ne sont pas corrélés. Diversifier, c'est investir dans des secteurs différents, mais aussi dans des pays dont les économies connaissent des évolutions différentes. En d'autres termes, diversifier, c'est panacher les lieux et les territoires !

En économie financière, à l'intérieur de la sphère financiarisée de l'économie, le couple rendement/risque correspond à une solution à trouver dans un exercice d'ingénierie financière. En économie réelle, le rendement et le risque s'entendent par rapport aux espaces et aux temporalités propres de la production et des cycles économiques.

Dans la théorie financière standard, la finance n'est que le reflet des évolutions de l'économie réelle (Orléan, 1999; 2000; 2004) et son activité, dans un monde sans entraves, se résume à allouer efficacement le capital productif sans qu'en retour l'économie réelle n'en soit perturbée. À notre sens, la finance n'est pas cet automate-miroir décrit par la théorie financière standard. Nous ne sommes pas dans des équilibres qui refléteraient de manière aussi neutre et unilatérale les états de la « nature » (Rorty, 1979) mais bien, comme le souligne Orléan (2008) dans des équilibres de croyances. Or, ces croyances et représentations peuvent, à l'ère des marchés financiers, se déconnecter de plus en plus facilement et se construire de plus en plus indépendamment des évolutions de l'économie réelle. Marchés financiers et économie réelle entretiennent, de surcroît, des rapports de plus en plus complexes et en partie *contradictaires*.

Ainsi, si la finance de marché s'autonomise aujourd'hui de plus en plus du point de vue de ses représentations et dans ses choix/comportements d'investissement, elle étend également son influence sur le reste de l'économie et de la société. Le régime de finance globale et libéralisée semble bien inaugurer une nouvelle dynamique d'expansion pour le capitalisme financier, un nou-

(2) Pour une analyse concrète de la « foi » en la théorie financière à prédire/calculer le futur, voir de Goede (2001).

veau « spatial fix » pour reprendre les termes d'Harvey (1982), c'est-à-dire la mise en œuvre de moyens à même de résoudre, de contrecarrer les tendances inhérentes du capitalisme à la crise, des manières toujours renouvelées de trouver de nouvelles sources de profit. Cette dynamique d'expansion est à l'origine de la constitution permanente de nouvelles bulles.

2.2. Constitution permanente de nouvelles bulles et expansion de la financiarisation

L'industrie financière s'autonomise depuis une quinzaine d'années tout en étendant son influence sur l'économie et la société, en particulier par la diffusion de ses propres critères d'évaluation. Si, à la fin des années quatre-vingt-dix, le régime d'accumulation financiarisé semblait basé sur l'augmentation continue des cours boursiers des marchés d'actions (London, 2000a), l'effondrement de ces marchés en 2000-2001 semble avoir quelque peu modifié la donne. À l'époque, ce sont de nouveaux secteurs (immobilier, infrastructures urbaines, placements alternatifs, etc.) – jusqu'alors peu valorisés – qui ont retenu l'attention des acteurs financiers. Face à la déprime d'alors des marchés d'actions (3) – les investissements, comme par vases communicants, se sont orientés sur des produits traditionnels (matières premières, or, pétrole, etc.) ou de nouveaux secteurs qui évoluaient jusque là plus ou moins indépendamment des marchés financiers. Dès lors, des secteurs comme l'immobilier ou les infrastructures urbaines ont connu une hausse de leur valorisation boursière. Ainsi, alors qu'ils avaient été jusque là peu représentés sur les marchés financiers, ces secteurs se sont davantage financiarisés pour répondre aux demandes des investisseurs en recherche de diversification.

L'expansion de la sphère financière sur le reste de l'économie se réalise d'une double manière. En amont, la financiarisation augmente son contrôle sur les sources d'épargne des ménages. Cette épargne est, en effet, aujourd'hui de plus en plus « financiarisée ». Dans les systèmes financiers orientés banque, le citoyen plaçait son épargne en dépôt auprès d'une banque, cette dernière replaçant cet argent sous forme de crédits bancaires, de crédits immobiliers, etc. Les retraites étaient assurées par le biais d'un système de répartition, le plus souvent sous l'égide de l'État, et les fonds ne circulaient pas ou très peu par les marchés financiers. Or, aujourd'hui, avec l'institutionnalisation de l'épargne collective – entre autres par le biais du développement des systèmes de retraite par capitalisation – et la montée en puissance concomitante des investisseurs institutionnels, une part de plus en plus substantielle de l'épargne des ménages transite/est investie sur/par les marchés financiers. De plus, ce drainage accru de nouvelles ressources est souvent facilité par la mise en forme périodique, le formatage, du cadre légal, celui-ci devenant plus « plastique » aux principes et critères de l'industrie financière (Corpataux *et al.*, 2009).

(3) Ceux-ci sont revenus récemment à des niveaux relativement élevés, avant de replonger avec la crise financière de 2008-2009.

Du côté des investissements, la financiarisation à partir des marchés financiers sur l'économie réelle tend également à s'accroître. Jusqu'à récemment, des pans plus ou moins larges de l'économie échappaient à la logique des marchés financiers, soit qu'ils évoluaient de manière indépendante, soit qu'ils n'y étaient qu'imparfaitement intégrés. Ainsi, tout le secteur étatique ou paraétatique, mais aussi l'artisanat, une partie plus ou moins importante de l'agriculture, du tourisme, des PME, etc. s'organisaient, complètement ou partiellement, autour de principes différents. Ainsi, en Europe, le nombre d'entreprises cotées et soumises aux règles de la bourse a fortement augmenté, à la suite de la privatisation de grandes entreprises du secteur public (télécommunications, transports, électricité, etc.) à la fin des années quatre-vingt et au cours des années quatre-vingt-dix. Cette logique d'expansion est d'ailleurs validée théoriquement puisque le principe de diversification – qui charpente et sous-tend une part substantielle de la théorie financière moderne – pousse les acteurs financiers à investir dans de nouveaux domaines/secteurs...

En bref, en amont de la filière, l'institutionnalisation de l'épargne collective a renouvelé l'afflux de capitaux sur les marchés financiers et est, en partie, à l'origine du développement de l'industrie financière. En aval, de nombreuses entreprises et des domaines d'activité, qui évoluaient jusque là plus ou moins indépendamment des marchés financiers sont passés sous leur contrôle. Cette dynamique d'autonomisation et d'expansion ne va, néanmoins, pas sans poser de problème. Nous revenons sur certaines limites propres à celle-ci dans la partie qui suit.

La financiarisation ne touche donc pas *tous* les espaces avec la même intensité et ne les saisit pas au même rythme. C'est dans ce *décalage* que réside la clé du maintien sur de nombreuses années par l'industrie financière d'un taux de rendement des investissements financiarisés largement supérieur au rendement des investissements réels. En effet, l'expansion de la globalisation s'est faite progressivement par l'extension spatiale (de nouveaux pays et de nouvelles régions s'ouvrent régulièrement à la financiarisation), sectorielle (de nombreux secteurs ont été privatisés – comme les télécommunications – ou financiarisés – comme l'immobilier) et en direction des PME (Martin *et al.*, 2005). Ainsi, les taux de rendement offerts sur les titres cotés en bourse ne dépendaient pas uniquement de la profitabilité réelle des activités contrôlées, mais également de la confiance que les entreprises cotées attiraient sur elles grâce à leurs politiques d'expansion et à leurs promesses de gains futurs. Parallèlement, les diverses opérations (fusions et acquisitions, restructurations, rachats d'actions, etc.) étaient systématiquement financées et *de facto* validées *ex post* grâce à la montée du cours de leurs actions.

III. — LA DURABILITÉ AU DELÀ DE LA FINANCIARISATION ?

À l'évidence, il n'est aujourd'hui plus possible pour les entreprises cotées en bourse de prétendre ne pas tenir compte du développement durable dans leurs activités quotidiennes. Pour s'en convaincre, il suffit de parcourir leur com-

munication officielle et de s'apercevoir que les problèmes sociaux et environnementaux y sont devenus des sujets récurrents. S'agissant de vellétés de préserver leur notoriété ou de convictions éthiques avérées, les entreprises sont soucieuses d'afficher un comportement conforme aux exigences croissantes de la société civile. C'est dans cette dynamique qu'un virage éthique s'est lentement amorcé dans l'industrie financière.

Pour certains acteurs financiers, une finance remodelée conformément aux critères du développement durable devrait permettre d'éviter, ou en tout cas de réduire, les instabilités inhérentes au système financier actuel. À travers une lecture territoriale, nous allons, dans cette partie, montrer en quoi il existe un certain nombre de tensions, à notre avis difficilement conciliables, entre finance de marché et développement durable. Cela nous amène, en conclusion, à l'hypothèse de la création de circuits de financement beaucoup plus courts, à dominante régionale et/ou nationale, comme système de financement durable. Cette reconfiguration du système financier est, selon nous, la seule réellement en rupture avec une logique purement financière et dans laquelle le rapprochement entre la finance, l'industrie et les contextes régionaux permet un meilleur développement.

Concrètement, le développement durable se manifeste dans la sphère financière à travers ce que l'on appelle les investissements socialement responsables (ISR), c'est-à-dire des fonds d'investissements intégrant une analyse extra-financière. Même s'ils intègrent des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), les fonds ISR répondent, selon nous, à la même logique que la finance de marché (tableau 2). Ainsi, les possibilités d'investir ailleurs et de

TABLEAU 2 : Les dimensions territoriales de la finance et du développement durable

	Finance de marché	Développement durable
Environnement d'action		
Univers d'action	Univers unidimensionnel et abstrait	Univers tridimensionnel et concret
Critères d'analyse	Critères de rendement et de risque financiers	Multicritères qualitatifs et quantitatifs
Organisation de l'action		
Acteurs	Actionnaires (shareholders)	Parties prenantes (stakeholders)
Gouvernance	Liquidité/mobilité (exit)	Participation et négociation (voice)
Territoire de l'action		
Temps	Temporalité instantanée	Horizon intergénérationnel
Espace	Espace financiarisé	Espace existentiel basé sur l'équité territoriale

Source : Theurillat, 2009

désinvestir à tout moment restent inchangées, maintenant les différents espaces en situation de concurrence. Or, d'un point de vue territorial, le développement durable (DD) se caractérise par l'idée qu'il n'y a plus de possibilité d'aller ailleurs, ou plutôt que le développement doit se faire « ici ». Le monde est fini, complètement colonisé et les ressources ne sont pas illimitées (Meadows *et al.*, 1972 et 1992). Sur le plan temporel, cela signifie que la préservation de la valeur au cours du temps ne se calcule plus au niveau des patrimoines individuels mais au niveau collectif et en incluant les générations à venir. Cette absence de possibilité de faire défection à l'échelle planétaire implique que tous les acteurs, des diverses régions et pays du monde, sont étroitement interdépendants et coresponsables. En d'autres termes, les acteurs sont ancrés et il en découle une modalité de gouvernance particulière. De cette manière, le DD peut être défini comme un principe d'action basée sur la participation et la négociation, c'est-à-dire la prise de parole (voice ; Hirschman, 1970), des parties prenantes, et consiste dès lors en la construction de l'ancrage.

Cet ancrage signifie, premièrement, que l'Homme doit être appréhendé dans la complexité de ses relations avec son environnement. Cependant, cette appréhension varie fortement selon que l'on place l'économie ou l'environnement en premier. Alors que l'approche « écocentrée » souligne la dépendance de la logique économique par rapport à la logique sociale, elle-même soumise à la logique de la biosphère, l'approche néoclassique, dite de la durabilité faible, considère la société et l'environnement comme extérieur à l'économie (Boidin et Zuindeau, 2006). Dans ce cadre, la solution consiste à faire basculer les éléments environnementaux dans la sphère marchande en leur attribuant des droits de propriété, tout en considérant que le but est d'assurer la croissance, de génération en génération, du revenu par habitant grâce au progrès technologique (Vivien, 2005). Ceci revient à remplacer le capital naturel par du capital artificiel puisque c'est la préservation du stock de capital total (naturel et artificiel) qui assure la croissance du revenu par habitant à long terme. L'approche hétérodoxe de la durabilité forte partage avec l'approche « écocentrée » le refus de la substituabilité entre capital naturel et capital artificiel et de la confiance au seul progrès technologique sans véritable changement des comportements des acteurs. Cependant, si les phénomènes économiques sont enchâssés dans le social et, par conséquent également dans l'environnement, ce double enchâssement n'est pas hiérarchique mais interactionniste. Il s'agit de trouver des compromis entre les trois dimensions interdépendantes du DD.

Deuxièmement, l'ancrage signifie l'inscription des acteurs dans l'espace et dans le temps. Si la question du temps a été dès le début au cœur de la construction du concept de DD avec les notions d'incertitude et d'irréversibilité visant à ne pas compromettre l'avenir des générations à venir, il en est tout autrement de l'espace. C'est n'est qu'à partir de la décennie quatre-vingt-dix, suite à la Conférence de Rio de 1992, que la question spatiale est intervenue dans le cadre de la problématique « global-local » et de la diffusion d'agenda 21 territoriaux (Zuindeau, 2000). Cette territorialisation du DD est essentielle puisqu'elle permet au concept de se concrétiser et de s'inscrire dans une

démarche particularisante permettant aux acteurs de trouver des solutions en fonction des contextes (Crevoisier, 1999) et dans le cadre d'une équité territoriale consistant à ne pas reporter ailleurs des problèmes sociaux ou environnementaux.

Une conception forte du DD implique de tenir compte de l'ancrage des acteurs dans une interdépendance multiple. Si l'approche systémique souligne l'importance du multidimensionnel et des interactions pour agir et trouver des compromis durables, c'est bien par le territoire, comme environnement à la fois réel et complexe, que les actions et les compromis deviennent identifiables. En effet, le territoire détermine à la fois le groupe des parties prenantes qui vont participer à la négociation ainsi qu'à la construction de compromis de DD à partir d'enjeux qui sont différents d'un territoire à l'autre. Cela signifie que les parties prenantes qui négocient sont interdépendantes et qu'elles doivent travailler ensemble. L'engagement doit être mutuel et des dispositifs de contrôle réciproque sont pris afin de garantir les comportements opportunistes. En d'autres termes, la construction de l'ancrage peut être définie comme la construction du lien social dans lequel les acteurs sont impliqués qualitativement, ici et à long terme, et trouvent des compromis en connaissance de la réalité. Cela suppose donc la prise en compte de critères et d'acteurs multiples.

IV. — DISCUSSION CONCLUSIVE : VERS DE NOUVEAUX CIRCUITS COURTS ?

Le scénario qui se dessine à la suite de la crise de 2008-2009 est celui d'une adaptation du système financier à certaines exigences. Les milieux financiers sont conscients de l'importance pour leur survie de proposer des solutions aux problèmes posés par l'instabilité interne du système financier ainsi qu'à certaines critiques récurrentes concernant l'insuffisante prise en charge des aspects sociaux et environnementaux.

Ce scénario est cependant d'emblée limité dans sa capacité à répondre de manière satisfaisante aux demandes qui sont faites. En effet, il conserve le dispositif de base de la finance de marché, à savoir la composition de portefeuilles de titres dont les caractéristiques exclusives sont le risque et le rendement probabilisables. Les dimensions sociales ou environnementales ne sont présentes que par un choix de l'investisseur de leur donner la priorité dans la constitution du portefeuille. Cette restriction volontaire de l'univers des investissements possibles débouche forcément, sur le plan théorique, sur la constitution de portefeuilles moins performants que l'optimum. Par définition donc, ces critères restent seconds et subordonnés aux critères de risque et de rendement. Il s'ensuit, pour les investisseurs qui adoptent la théorie du portefeuille, que l'intégration de critères supplémentaires dégrade obligatoirement les performances. Cette approche s'avère structurellement rétive à l'insertion de nouvelles dimensions dans l'appréciation des investissements.

Un deuxième problème est l'impossibilité de répondre de manière satisfaisante aux demandes de stabilité. En effet, le système financier pourrait bien devoir faire face à la défection de la part de ses principaux clients.

Les fonds de pension par exemple, qui ont des horizons temporels à dix ou vingt ans, ne peuvent se satisfaire de marchés financiers trop volatils et surtout pas de ceux qui ne parviennent pas à garantir la conservation de la valeur des actifs sur la durée (Aglietta, 2008b). Des recherches menées récemment sur le marché suisse des infrastructures urbaines ont fait apparaître que les principaux fonds de pension suisse se sont mis à investir massivement dans de nouvelles infrastructures urbaines en direct afin de stabiliser les revenus à long terme et de contourner les risques, notamment systémiques, des marchés financiers (Theurillat, 2010).

Du côté des entreprises, il était intéressant de voir le cours des actions monter sur la longue période car cela permettait d'augmenter l'endettement de manière très importante. Cependant, lorsque la hausse des cours à moyen terme n'est plus là, le problème s'inverse et elles se retrouvent surendettées. Elles pourraient dès lors se voir contraintes de vendre des parties importantes de leurs activités. Dans un tel contexte, la cotation sur les marchés peut devenir un sérieux problème et elles pourraient rechercher des solutions de gré à gré.

L'émergence des « *dark pools* » illustre ce phénomène de défection consécutif à la baisse des cours sur les marchés financiers. Les « *dark pools* » sont une nouvelle manière de désigner les marchés de gré à gré qui opèrent en dehors des marchés financiers traditionnels (*over-the-counter markets*) avec peu de transparence sur les prix des blocs d'actions qui sont échangés (Hardie et Maxfield, 2010). Géré par des intermédiaires financiers, ce nouveau type de plates-formes est également une nouvelle forme de mise en relation entre des investisseurs et des entreprises qui conviennent des modalités des transactions (prix, volume, timing, etc.). Le développement récent de ces pratiques remet en cause l'unicité du marché, sa transparence et sa liquidité comme en témoigne une récente réaction des autorités des marchés financiers en France (AMF, 2009). Selon celles-ci, le développement des « *dark pools* » remet en question les règles de transparence, pré- et post-négociation, contenues dans la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF), entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007 qui visait alors à « contrebalancer la fragmentation de la liquidité pouvant découler de la multiplication des lieux possibles d'exécution des ordres et assurer la qualité du processus de formation des prix » résultant du développement de marchés non réglementés.

Si la fragmentation territoriale de la liquidité peut poser problème pour les autorités de régulation, elle renvoie surtout à la problématique de la décentralisation financière et de la forme de l'articulation entre les sphères financière et réelle de l'économie. On peut, d'une part, se poser la question de la localisation de ces nouveaux marchés de négociation. Sont-ils toujours concentrés

et situés dans l'espace de la *Global City* ou au contraire, assiste-t-on à l'émergence de nouveaux espaces financiers décentralisés ? D'autre part, les nouvelles formes de mise en relation des investisseurs, des entreprises et des intermédiaires posent la question des rôles respectifs des parties et de la nature des informations qui sont échangées. On pourrait *a priori* penser que l'on assiste à une nouvelle configuration entre les deux sphères, où les informations économiques, l'horizon temporel et les conditions de la liquidité (exit) sont reconsidérés. De ce fait, la fragmentation territoriale des lieux et des circuits nous amène vers le second scénario. Ce dernier, plus prospectif, consiste à remettre en cause le cœur du système financier actuel, ce qui ne va bien entendu pas sans poser des questions très complexes de conception et de mise en œuvre.

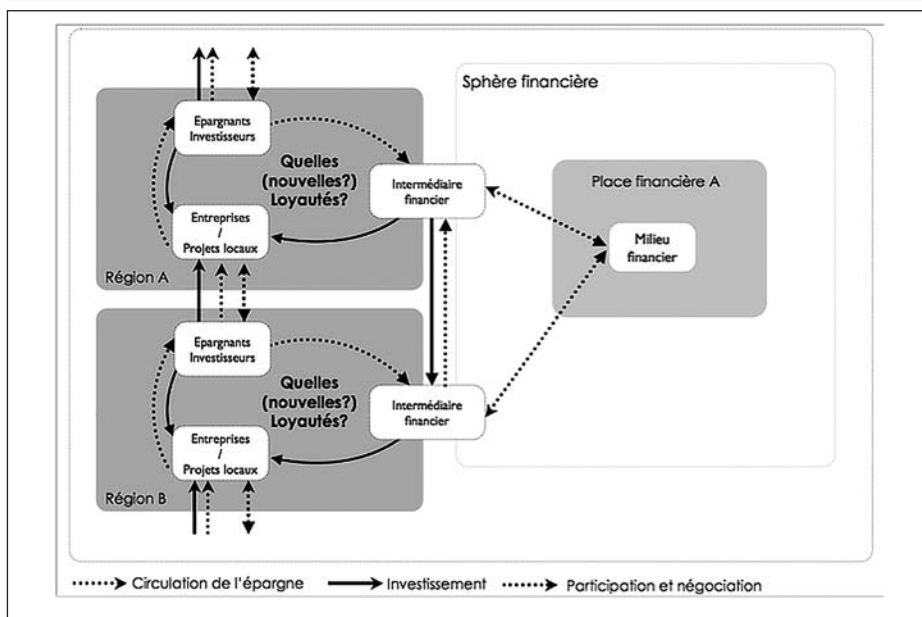
Le dispositif central de l'industrie financière repose sur la distinction institutionnalisée entre l'économie réelle d'un côté, avec les problèmes concrets relatifs à la technologie, aux marchés du travail, aux ressources, aux contraintes environnementales et politiques, etc. et de l'autre la sphère financière, dont la fonction est de reconstituer en permanence des portefeuilles de titres caractérisés exclusivement par des propriétés de risque et de rendement probabilisables. Cette distinction a pour corollaire que l'investisseur n'a pas à s'occuper des autres dimensions de la vie économique. C'est ce découplage qui pourrait bien être remis en cause. Or, un re-couplage ne peut se faire que par l'instauration d'institutions qui tranchent avec la gouvernance décrite dans cet article.

De manière générale, le pouvoir de la finance s'est constitué grâce à la *mobilité/liquidité* du capital et à sa capacité d'exit permanente. Il est aujourd'hui nécessaire que les détenteurs et surtout les gestionnaires de capitaux réapprennent la « loyauté », voire la « prise de parole » (la « *loyalty* » et la « *voice* » d'Hirschman, 1970), vis-à-vis des entreprises, mais aussi des régions et des nations qui les hébergent et leur permettent de se développer.

Pour le dire concrètement, on peut imaginer de reconstituer des conditions de reproduction du capital grâce à un pacte renégocié avec la société locale et nationale (figure 2).

De telles démarches pourraient être caractérisées par quelques points fondamentaux. Elles consistent premièrement à un renoncement consenti de la part des investisseurs à utiliser l'exit. En effet, si les épargnants et les acteurs de l'économie réelle ont perdu leur confiance dans les marchés financiers, *cette confiance ne pourra se refonder que dans une relation qui pose au départ l'interdépendance des deux sphères (réelle et financière)* et par conséquent la reconnaissance des contraintes réciproques de production et de reproduction de chacune d'elles. Elles supposent par conséquent de repenser la manière dont les acteurs financiers s'impliquent dans les projets d'économie réelle. C'est une question qui n'est pas évidente. En effet, l'industrie financière était parvenue à imposer aux entreprises de mettre à disposition des investisseurs une information économique strictement formatée afin d'abstraire les deux

FIGURE 2 : De nouveaux (?) territoires d'accumulation



Source : élaboration propre

variables du risque et du rendement en lien avec chaque titre. Les canaux financiers ont également été calibrés pour les flux extrêmement importants et régulièrement activés sur la base des cotations en continu. Or, ce système de réallocation continue n'est simplement pas compatible avec les rythmes et les espaces de l'économie réelle.

La seule possibilité réside dans un renoncement des acteurs financiers à l'*exit* permanent et dans la recherche de modalités conjointes entre investisseurs, entreprises et autres stakeholders pour assurer la reproduction du capital, mais bien entendu pas que la reproduction du capital.

Cette voie soulève cependant des questions quant aux objets qui feraient l'objet de négociation, quant aux acteurs qui y prendraient part et aux accords qu'ils seraient susceptibles de mettre en place, enfin quant aux espaces et aux horizons temporels pertinents.

- Les objets inclus de la négociation peuvent être le rendement et la mobilité du capital, la reproduction des forces de travail, des compétences, des ressources naturelles et culturelles, des infrastructures et des services publics, etc. Où tracer la ligne ? Le cercle des acteurs qui seraient associés doit être défini simultanément. Les syndicats ouvriers, les associations de défense de l'environnement, etc. prendraient-ils part aux négociations et quels types d'arrange-

ment pourraient être négociés ? Comment concrètement articuler ces accords dans le cadre des législations en vigueur ?

- Enfin, la question qui probablement regroupe toutes les autres est celle des territoires susceptibles de faire émerger de tels arrangements. En effet, le territoire actuel séparant la « *Global City* » du reste n'est pas porteur de loyauté. Les territoires plus traditionnels de gouvernance régionaux et nationaux semblent *a priori* beaucoup plus propices. Cependant, ces espaces présentent certainement des capacités différenciées de ce point de vue. De plus, les différentes régions et nations ont des positionnements et des intérêts hétérogènes, comme en ont témoigné les négociations récentes du G20. Quels pourraient être les territoires les plus propices ? Les grands blocs continentaux (Amérique du Nord, Union européenne) ? Des territoires sans industrie financière d'un côté et ceux qui souhaitent préserver leurs intérêts dans ce domaine de l'autre ?

Dans un premier temps, on pourrait penser que la réflexion sur la construction de nouvelles loyautés nous ramène vers le système d'intermédiation financière en vigueur jusqu'à la fin des années quatre-vingt. Cependant, on voit que le contexte est aujourd'hui radicalement différent, tant du point de vue des objets (par exemple l'exigence écologique qui était absente du système fordiste), des acteurs (la baisse de l'influence syndicale devra bien être compensée par d'autres corps sociaux, beaucoup plus divers) que des territoires (les systèmes nationaux ont éclaté au profit de configurations beaucoup plus complexes articulant plusieurs échelles et des lieux qui ne sont pas forcément contigus).

Une approche territoriale du changement permet d'envisager l'avenir du système de financement de l'économie à partir des circuits, des acteurs et des contextes. S'il est extrêmement difficile de modifier les institutions en place à une échelle donnée, une crise ouvre de nouvelles possibilités à d'autres échelles. On peut donc raisonnablement supposer qu'aujourd'hui, de nouvelles innovations financières vont se mettre en place aux échelles locales, régionales, voire nationales pour trouver des solutions concrètes aux problèmes qui se posent. On peut ainsi poser l'hypothèse que nous sommes entrés dans une phase d'expérimentation et de modification des circuits et des pratiques financières. À partir de cette hypothèse, une recherche portant sur l'observation systématique des innovations dans le domaine financier permettrait probablement de repérer de nouvelles manières d'articuler le capital, le travail et leur contexte social et environnemental.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (2008a), *Macro-économie financière*, 5^{ème} édition, La Découverte, Paris.
 (2008b), « New trends in Corporate Governance : the prominent role of the long run investor », *Competition and change*, 12 (2), pp. 203-222.
- AGLIETTA M. et REBÉRIOUX A. (2004), *Les dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.
- Autorités des marchés financiers (AMF) (2009), *Les enjeux liés à l'émergence des dark pools et des crossing networks*, fiche de presse du 20 octobre 2009.

- BILLAUDOT B. (2001), *Régulation et croissance, Une macro-économie historique et institutionnelle*, L'Harmattan, Paris.
- BOIDIN B. et ZUINDEAU B. (2006), « Socio-économie de l'environnement et du développement durable : état des lieux et perspectives », *Mondes en développement*, vol. 34 (3), pp. 7-36.
- BOYER R. (2000), « Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis », *Economy and Society*, 29(1), pp. 111-145.
- CHESNAIS F. (2001), « La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogations », Article présenté au *Forum de la régulation*, 11-12 octobre, Paris.
- COLLETIS G., AUVRAY T., LAVIGNE S., MONTALBAN M., MORIN F. et RADURIAU G. (2007), « La financiarisation des stratégies : transferts de risque, liquidité, propriété et contrôle », *Cahiers du GRES*, n° 9.
- CORPATAUX J. and CREVOISIER O. (2005), « Increased capital mobility/ liquidity and its repercussions at regional level: some lessons from the experiences of Switzerland and UK », *European and Urban Regional Studies*, vol. 4, n° 12, pp. 315-334.
- CORPATAUX J., CREVOISIER O. and THEURILLAT T. (2009), « The Expansion of the Finance Industry and Its Impact on the Economy: A Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds », *Economic Geography*, 85(3), pp. 313-334.
- CREVOISIER O. (1997), « Financing regional endogenous development: The role of proximity capital in the age of globalization ». *European Planning Studies*, 5, pp. 407-15.
- (1999), « Two ways to look at learning regions at the context of globalization: the homogenizing and particularizing approaches », *Geojournal*, 49, pp. 353-361.
- (2001), « Les NTIC, le développement économique et l'espace : quelques enseignements à partir du cas du secteur financier », in Vodoz L., *NTIC et les territoires*, Lausanne : Presses polytechniques romandes, pp. 197-210.
- (2010), « La pertinence de l'approche territoriale », *Revue d'économie régionale et urbaine*, n° 5, pp. 5-21.
- de GOEDE M. (2001), « Discourses of Scientific Finance and the Failure of Long-Term Capital Management », *New Political Economy*, vol. 6, n° 2, pp. 149-170.
- DEMBINSKI P. (2009), *Finance: servant or deceiver?: financialization at the crossroad*, Macmillan Basingstoke, Palgrave.
- DOW S.-C. (1999), « The Stages of Banking Development and the Spatial Evolution of Financial Systems », in R. Martin (Ed.), *Money and the Space Economy*, New York: John Wiley & Sons, pp. 31-48.
- DOW S.-C. and RODRIGUEZ-FUENTES C.-J. (1997), « Regional Finance: A Survey », *Regional Studies*, 31, 9, pp. 903-920.
- DUPUY C. et LAVIGNE S. (2009), *Géographies de la finance mondialisée*, La Documentation française, broché, Paris.
- HARDIE I. and MAXFIELD S. (2010), « What does the global financial crisis tell us about Anglo-Saxon financial capitalism? », Paper prepared for Workshop on the Financial Crisis, EMU and the Stability of Currencies and the financial System, University of Victoria (http://web.uvic.ca/jmc/events/2010-09-financial-crisis/pdf/Oct2,2010-Panel_A-Iain_Hardie_Sylvia_Maxfield-UVic-Financial_Crisis.pdf).
- HARVEY D. (1982), *The limits to capital*, University of Chicago Press, Chicago.
- HIRSCHMAN A. (1970), *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press, Cambridge.
- HUGON P. (1990), « La finance non-institutionnelle : expression de la crise du développement ou de nouvelles formes de développement », in Lelart M., *La Tontine*, Éditions AUPELF-UREF, Paris, pp. 309-321.
- KLAGGE B. and MARTIN R. (2005), « Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets? », *Journal of Economic Geography*, vol. 5, n° 4, pp. 387-421.
- LAVIGNE S. (2005), *L'industrie des fonds de pension : les investisseurs institutionnels américains*, L'Harmattan, Paris.
- LEYSHON A. and THRIFT N.-J. (1997), *Money/space: Geographies of monetary transformation*, Routledge, London.

- LORDON F. (2000a), *Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, Éditions Raisons d'Agir, Paris.
- (2000b), « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique : généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'Année de la Régulation*, vol. 4, pp. 117-165.
- (2001), « Finance internationale : les illusions de la transparence », *Critique internationale*, n° 10, pp. 6-11.
- MARKOWITZ H. (1959), *Portfolio Selection : Efficient Diversification of Investments*, J. Wiley, London.
- MARTIN R. and MINNS R. (1995), « Undermining the Financial Basis of Regions : The Spatial Structure and Implications of the UK Pension Fund System », *Regional Studies*, vol. 29, n° 2, pp. 125-144.
- MARTIN R., BERNDT C., KLAGGE B. and SUNLEY P. (2005), « Spatial Proximity Effects and Regional Equity Gaps in the Venture Capital Market : Evidence from Germany and the UK », *Environment and Planning A*, vol. 37, n° 7, pp. 1207-1231.
- MEADOWS D.-H., MEADOWS D.-L., JÖRGEN R., BEHRENS W.-W. (1972), *Halte à la croissance ?*, trad. française, Paris, Fayard.
- MEADOWS D.-H., MEADOWS D.-L., JÖRGEN R. (1992), *Beyond the Limits. Global Collapse or a Sustainable Future*, London, Earthscan.
- MORIN F. (2006), *Le nouveau mur de l'argent : essai sur la finance globalisée*, Seuil, Paris.
- MOUREAU N. and RIVAUD-DANSET D. (2004), *L'incertitude dans les théories économiques*, La Découverte, Paris.
- O'BRIEN R. (1992), *Global financial integration : the end of geography*, Royal Institute for International Affairs, London.
- ORLÉAN A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.
- (2000), « L'individu, le marché et l'opinion : réflexions sur le capitalisme financier », *Esprit*, n° 269, novembre, pp. 51-75.
- (2004), « La bourse est-elle au service de la production ? », *Rapport moral sur l'argent dans le monde, 2003-2004*, pp. 51-58.
- (2008), « Les croyances et représentations collectives en économie », in Bernard Walliser (éd.), *Économie et Cognition*, Éditions Ophrys et Maison des Sciences de l'Homme, coll. « Cogniprismes », pp. 173-197.
- POLLARD J. (2003), « Small firm finance and economic geography », *Journal of Economic Geography*, vol. 3, n° 4, pp. 429-452.
- RAINELLI-LE MONTAGNER H. (2003), *Nature et fonctions de la théorie financière*, PUF, Paris.
- RORTY R. (1979), *Philosophy and the Mirror of Nature*, Princeton University Press, Princeton.
- SAPIR J. (2000), *Les trous noirs de la science économique*, Albin Michel, Paris.
- SASSEN S. (1991), *The Global City*, Princeton University Press, Princeton.
- SAUVAGE G. (1999), *Les marchés financiers, entre hasard et raison : le facteur humain*, Seuil, Paris.
- THEURILLAT T. (2009), « Le développement durable : un antidote à la crise financière ? », *Revue économique et sociale*, vol. 67, juin, pp. 167-172.
- (2010), « La ville négociée : entre financiarisation et durabilité », *Working papers MAPS*, Université de Neuchâtel (http://doc.rero.ch/lm.php?url=1000,44,4,20100312092348-SC/Theurillat_Thierry_-La_circulation_du_capital_La_ville_n_goci_e_20100312.pdf).
- THEURILLAT T., CORPATAUX J. and CREVOISIER O. (2008), « The impact of institutional investors on corporate governance : A view of Swiss pension funds in a changing financial environment », *Competition and Change* 12, pp. 307-27.
- (2010), « Property sector financialisation : the Case of Swiss Pension Funds (1992-2005) », *European and Planning Studies*, 18 (2), pp. 189-212.
- TORRANCE M. (2009), « The rise of a global infrastructure market through relational investing », *Economic Geography*, 85 (1), pp. 75-97.
- VIVIEN F.-D. (2005), *Le développement soutenable*, La Découverte, Paris
- WATSON M. (1999) « Rethinking Capital Mobility, Re-regulating Financial Markets », *New Political Economy*, 4 (1), pp. 55-75.
- ZUINDEAU B. (2000), *Développement durable et territoire*, Presses universitaires du Septentrion, Villeneuve d'Ascq.