

SOUS LA DIRECTION DE  
**François CHESNAIS**

professeur associé à l'Université Paris 13. Économiste et militant  
au Nouveau Parti anticapitaliste, et membre du conseil scientifique d'Attac

(2004)

# La finance mondialisée

Racines sociales et politiques,  
configuration, conséquences

**LES CLASSIQUES DES SCIENCES SOCIALES**  
CHICOUTIMI, QUÉBEC  
<http://classiques.uqac.ca/>



<http://classiques.uqac.ca/>

*Les Classiques des sciences sociales* est une bibliothèque numérique en libre accès, fondée au Cégep de Chicoutimi en 1993 et développée en partenariat avec l'Université du Québec à Chicoutimi (UQÀC) depuis 2000.

**UQAC**

<http://bibliotheque.uqac.ca/>

En 2018, Les Classiques des sciences sociales fêteront leur 25<sup>e</sup> anniversaire de fondation. Une belle initiative citoyenne.

## Politique d'utilisation de la bibliothèque des Classiques

Toute reproduction et rediffusion de nos fichiers est interdite, même avec la mention de leur provenance, sans l'autorisation formelle, écrite, du fondateur des Classiques des sciences sociales, Jean-Marie Tremblay, sociologue.

Les fichiers des Classiques des sciences sociales ne peuvent sans autorisation formelle:

- être hébergés (en fichier ou page web, en totalité ou en partie) sur un serveur autre que celui des Classiques.
- servir de base de travail à un autre fichier modifié ensuite par tout autre moyen (couleur, police, mise en page, extraits, support, etc...),

Les fichiers (.html, .doc, .pdf, .rtf, .jpg, .gif) disponibles sur le site Les Classiques des sciences sociales sont la propriété des **Classiques des sciences sociales**, un organisme à but non lucratif composé exclusivement de bénévoles.

Ils sont disponibles pour une utilisation intellectuelle et personnelle et, en aucun cas, commerciale. Toute utilisation à des fins commerciales des fichiers sur ce site est strictement interdite et toute rediffusion est également strictement interdite.

**L'accès à notre travail est libre et gratuit à tous les utilisateurs. C'est notre mission.**

Jean-Marie Tremblay, sociologue  
Fondateur et Président-directeur général,  
[LES CLASSIQUES DES SCIENCES SOCIALES.](#)

Cette édition électronique a été réalisée avec le concours de Pierre Patenaude, bénévole, professeur de français à la retraite et écrivain, Lac-Saint-Jean, Québec.  
[http://classiques.uqac.ca/inter/benevoles\\_equipe/liste\\_patenaude\\_pierre.html](http://classiques.uqac.ca/inter/benevoles_equipe/liste_patenaude_pierre.html)  
Courriel : [pierre.patenaude@gmail.com](mailto:pierre.patenaude@gmail.com)

À partir du livre

Sous la direction de François Chesnais,

**La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences.**

Paris : Les Éditions La Découverte, 2004, 269 pp. Collection : “Textes à l’appui/économie.”

[Autorisation formelle de François Chesnais accordée le 14 février 2020 de diffuser ce livre en libre accès à tous dans Les Classiques des sciences sociales.]



Courriel : François Chesnais : [chesnaisf@gmail.com](mailto:chesnaisf@gmail.com)

Polices de caractères utilisée : Times New Roman 14 points.

Édition électronique réalisée avec le traitement de textes Microsoft Word 2008 pour Macintosh.

Mise en page sur papier format : LETTRE US, 8.5” x 11”.

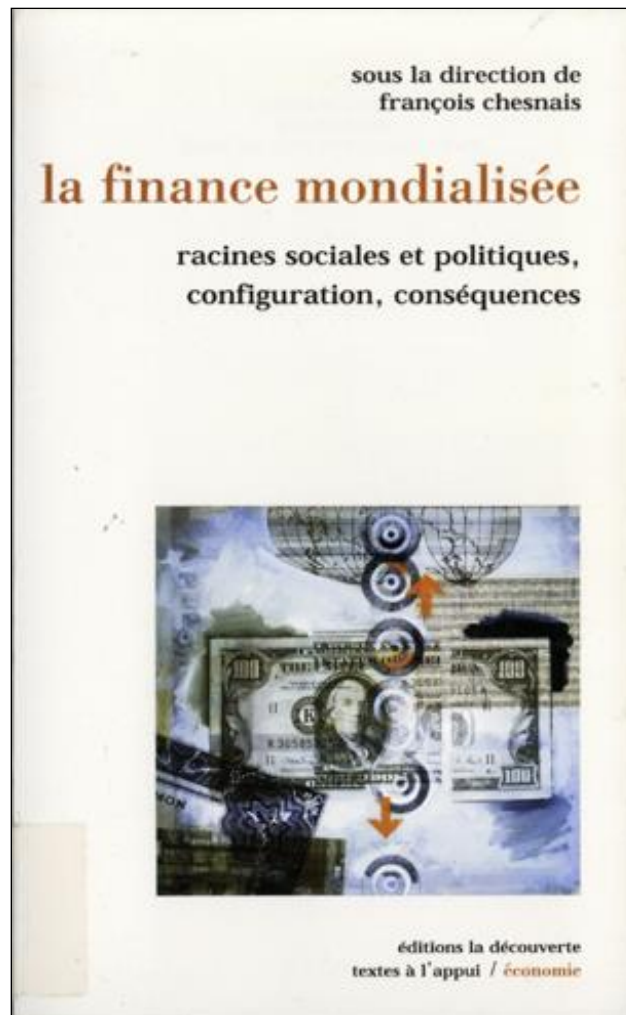
Édition numérique réalisée le 17 mai 2020 à Chicoutimi, Québec.



SOUS LA DIRECTION DE  
**François CHESNAIS**

professeur associé à l'Université Paris 13. Économiste et militant  
au Nouveau Parti anticapitaliste, et membre du conseil scientifique d'Attac

**LA FINANCE MONDIALISÉE.**  
Racines sociales et politiques,  
configuration, conséquences



Paris : Les Éditions La Découverte, 2004, 269 pp. Collection : “Textes à l'appui/économie.”

sous la direction de François Chesnais

avec Suzanne de Brunhoff, Mamadou Camara, Gérard Duménil, Esther Jeffers, Dominique Lévy, Luc Mampaey, Dominique Plihon, Pierre Salama, Catherine Sauviat, Claude Serfati et Marianne Rubinstein

# la finance mondialisée

*racines sociales et politiques,  
configuration, conséquences*

ÉDITIONS LA DÉCOUVERTE

9 bis rue Abel-Hovelacque

PARIS XIII<sup>e</sup>

2004

## La finance mondialisée...

# Quatrième de couverture

[Retour à la table des matières](#)

Le néolibéralisme a déjà une histoire. Depuis les années 1980, les performances de l'économie mondiale ont dépendu de façon croissante de l'humeur et de la santé des « marchés » et des institutions — fonds de pension, sociétés d'assurances, banques — qui transforment l'épargne en capital pour le valoriser au moyen de placements et de prêts. Sous leur pression, les gouvernements ont libéralisé, déréglementé et privatisé. La « nouvelle économie » a paru un court moment rendre vaine la critique du néolibéralisme. Mais l'explosion de la bulle Internet, la chute des Bourses, la récession ou la stagnation des économies de l'OCDE, le tournant militaire et sécuritaire après les attentats du 11 septembre ont ouvert une nouvelle période.

Le regard critique sur la finance proposé ici veut contribuer à l'analyse des racines du néolibéralisme comme du tournant de 2000-2001. L'architecture de la mondialisation financière et sa « gouvernance » par les États-Unis et le FMI assurent l'acheminement de revenus du monde entier vers les grands centres financiers. Les systèmes de retraite privés, pierre angulaire de la finance mondialisée, sont au cœur de mécanismes qui bloquent la croissance de l'économie mondiale et en accroissent fortement les inégalités, en même temps qu'ils font des salariés les otages des marchés financiers. Alors que la finance a provoqué, dans nombre de pays, des crises qui ont déchiré ou affaibli leur tissu social, les États-Unis ont fait de leur position dominante dans les institutions financières l'un des piliers de leur hégémonie. Force est de se poser la question des liens avec la remontée du militarisme et la priorité sécuritaire.

■ **François Chesnais** est professeur émérite à l'université de Paris-XIII-Villetaneuse, membre du conseil scientifique d'Attac et auteur de livres et articles sur la mondialisation du capital. Il coordonne ici les contributions de Suzanne de Brunhoff, Mamadou Camara, Gérard Duménil, Esther Jeffers, Dominique Lévy, Luc Mampaey, Dominique Plihon, Marianne Rubinstein, Pierre Salama, Catherine Sauviat, Claude Serfati.

*Illustration de couverture* : Rick Smith © Images.com/Corbis.

Éditions La Découverte,

ISBN 2-7071-4274-3



**Note pour la version numérique :** La numérotation entre crochets [] correspond à la pagination, en début de page, de l'édition d'origine numérisée. JMT.

Par exemple, [1] correspond au début de la page 1 de l'édition papier numérisée.

[4]

ISBN 2-7071-4274-3

En application des articles L. 122-10 à L. 122-12 du Code de la propriété intellectuelle, toute photocopie à usage collectif, intégrale ou partielle, du présent ouvrage est interdite sans autorisation du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris). Toute autre forme de reproduction, intégrale ou partielle, est également interdite sans autorisation de l'éditeur.

Si vous désirez être tenu régulièrement informé de nos parutions, il vous suffit d'envoyer vos nom et adresse aux Éditions La Découverte, 9 bis, rue Abel-Hovelacque, 75013 Paris. Vous recevrez gratuitement notre bulletin trimestriel *À La Découverte*. Vous pouvez également retrouver l'ensemble de notre catalogue et nous contacter sur notre site [www.editionsladecouverte.fr](http://www.editionsladecouverte.fr).

© Éditions La Découverte, Paris, 2004.

[265]

## La finance mondialisée...

# Table des matières

[Quatrième de couverture](#)

[Avant-propos](#), par François Chesnais [5]

Quelques interrogations et thèmes majeurs [6]

Les huit contributions [9]

Chapitre 1. François Chesnais, “[Le capital de placement : accumulation, internationalisation, effets économiques et politiques](#)”. [15]

[Les étapes et les mécanismes de l’accumulation financière](#) [17]

[La forme de mondialisation née de la libéralisation financière](#) [25]

[Un régime spécifique de propriété du capital](#) [29]

[L’extériorité de la finance par rapport à la production](#) [34]

[Une croissance mondiale très lente, concentrée sur un très petit nombre de foyers](#) [38]

[L’hypothèse d’une « insatiabilité » de la finance](#) [42]

[Les crises financières](#) [45]

[Conclusion](#) [48]

Chapitre 2. Suzanne de Brunhoff, “[L’instabilité monétaire internationale](#)”. [51]

[Problèmes théoriques des taux de change](#) [52]

*Les conceptions orthodoxes : taux de change et pouvoir d’achat des monnaies* [53]

[266]

*Une conception monétariste de la monnaie et du régime des changes*  
[54]

*Les conceptions hétérodoxes des taux de change* [56]

[Relations monétaires et politiques internationales](#) [59]

*Le rôle des étalons monétaires internationaux* [59]  
*« Dollarisation » ou monnaies régionales* [62]  
*L'hégémonie du dollar malmenée par la dette américaine ?* [65]  
*La Chine et le circuit du dollar* [66]  
*Polycentrisme ou coopération monétaire internationale : quelles réformes ?* [67]

Chapitre 3. Gérard Duménil et Dominique Lévy, "[Le néolibéralisme sous hégémonie états-unienne](#)".[71]

[Le nouveau pouvoir financier](#) [72]

*États et classes* [73]  
*Traits généraux du néolibéralisme aux États-Unis et en Europe* [75]

[Économie de l'impérialisme états-unien](#) [80]

*Dominer le monde* [80]  
*La dérive de la consommation* [82]

[Contradictions d'une trajectoire macroéconomique](#) [87]

*La crise au centre* [87]  
*Des déséquilibres croissants* [89]  
*Entre démocratie, autoritarisme et militarisme* [93]

[Annexe : États-Unis et reste du monde : profits, revenus, actifs financiers](#)  
[96]

Chapitre 4. Catherine Sauviat, "[Les fonds de pension et les fonds mutuels : acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial](#)". [99]

[Des acteurs financiers d'origine distincte, dotés d'une importante force de frappe financière](#) [101]

*Les fondements de la puissance des fonds de pension* [101]  
*L'externalisation de la gestion des fonds* [102]  
*L'essor de la gestion collective de l'épargne* [104]  
*Une force de frappe financière alimentée par la Bourse* [106]

[267]

[Des acteurs majeurs des marchés et de la bulle financière, animés du double impératif de rentabilité et de liquidité](#) [107]

*Une responsabilité dans l'accroissement de l'instabilité financière* [108]  
*Une priorité à la rentabilité financière* [109]  
*La recherche exclusive de performances financières* [110]

[La nature du nouveau pouvoir actionnarial](#) [113]

[Un pouvoir de contrôle contourné par les dirigeants](#) [115]

[Une machine à discipliner les salariés](#) [118]

[L'activisme actionnarial et l'investissement socialement responsable :  
nouvel horizon syndical ?](#) [121]

*Le cache-misère de l'éthique* [122]

[Conclusion](#) [124]

Chapitre 5. Dominique Plihon, “[Les grandes entreprises fragilisées par la finance](#)”. [125]

[La prise de pouvoir par les investisseurs institutionnels](#) [126]

[Les managers face à leurs nouveaux actionnaires](#) [127]

[Une montée spectaculaire des investisseurs étrangers](#) [128]

[Le processus de dispersion de la détention du capital](#) [130]

[La politique des nouveaux détenteurs du capital](#) [132]

[Le comportement prédateur des acteurs du capitalisme financier](#) [135]

[Les entreprises déstabilisées par leurs opérations internationales](#) [139]

*Les grandes entreprises piégées par la crise boursière* [140]

*Réguler le capitalisme financier ?* [143]

Chapitre 6. Esther Jeffers, “[La place de l'Europe dans la valorisation mondiale des capitaux de placement financier](#)”. [146]

[Une accumulation financière et des structures d'actifs différenciés](#) [148]

*L'accumulation financière britannique* [149]

[268]

*L'accumulation financière française* [151]

*Quelques éléments sur l'Allemagne* [153]

*La configuration différenciée des investisseurs et des portefeuilles* [154]

[La concurrence entre les places financières européennes](#) [157]

[Les flux transatlantiques des années 1990](#) [161]

[Les opérations européennes en Amérique latine et dans les pays candidats à l'élargissement](#) [165]

[Conclusion](#) [169]

Chapitre 7. Marianne Rubinstein, “[Le Japon : du miracle économique à la débâcle financière.](#)” [171]

[Un système financier dédié au développement industriel](#) [173]

*L’adoption du principe de cloisonnement* [173]

*Le système de la banque principale* [174]

[Le processus de déréglementation financière](#) [177]

*La logique déréglementaire* [178]

*Nouvelles activités, nouveaux risques et « myopie au désastre »* [181]

[La profondeur de la crise financière](#) [184]

*Fragilité bancaire et de l’assurance-vie* [185]

*Les défaillances des autorités de tutelle* [187]

[De la crise financière à la crise économique](#) [189]

*Les mécanismes de transmission du choc financier à l’économie réelle*  
[189]

*Une crise structurelle* [192]

[Conclusion : vers une sortie de crise ?](#) [194]

Chapitre 8. Mamadou Camara et Pierre Salama, “[L’insertion différenciée aux effets paradoxaux des pays en développement dans la mondialisation financière.](#)” [196]

[La mondialisation financière : un processus non intégrateur pour la majorité des pays en développement](#) [197]

*L’insertion par les flux bancaires* [205]

*Les flux liés à la dette* [205]

*L’insertion par les flux d’investissements internationaux* [206]

[269]

[Quelques effets pervers de la nouvelle insertion financière des pays émergents : l’exemple de l’Amérique latine](#) [211]

*Des crises financières d’un type différent* [211]

*Les effets pervers croissants de la libéralisation sur les régimes d’accumulation* [214]

[Conclusion](#) [220]

Chapitre 9. Luc Mampaey et Claude Serfati, “[Les groupes de l’armement et les marchés financiers : vers une convention « guerre sans limites » ?](#)” [223]

[Les restructurations industrielles sous la coupe de la finance](#) [225]

*La finance investit l’armement* [225]

*Concentration verticale et pouvoir relationnel* [229]

*Réenclavement et surcapacités industrielles* [232]

[Des « fondamentaux » solides](#) [235]

*Anticipations autoréalisatrices* [235]

*Les dividendes de la guerre* [237]

*Des performances boursières élevées, des risques limités* [240]

[Un nouveau « bloc social » : la finance, l’armement et le politique](#) [245]

*Une nouvelle institution, le Département de la sécurité nationale* [245]

*Les technologies de l’information et sécuritaires* [247]

[Vers une convention boursière « guerre sans limites » ?](#) [249]

[Bibliographie générale](#) [252]

[5]

**La finance mondialisée...**  
**AVANT-PROPOS**

**Par François Chesnais**

[Retour à la table des matières](#)

En 1996, les éditions Syros ont publié sous le titre *La Mondialisation financière, genèse, coût et enjeux*, un livre collectif dont j'ai assuré la coordination. Le livre a été bien accueilli en France, dans les universités comme chez celles et ceux qui lanceront quelque temps plus tard les associations les plus actives du mouvement anti ou altermondialiste (les différences sémantiques ne seront pas tranchées ici). Hors de France, il a donné lieu à des publications au Brésil et au Portugal, en Argentine et en Chine à Beijing. Une large partie des auteurs du livre de 1996 se retrouvent dans le livre que les éditions La Découverte publie ici, de sorte que *La Finance mondialisée* se présente un peu comme le livre « successeur » de [La Mondialisation financière](#).

Au moment où le livre de 1996 a été définitivement épuisé, la première idée a été celle d'une mise à jour. Celle-ci s'est tout de suite révélée impossible. Trop d'événements, trop d'évolutions et des changements trop importants dans le contexte ont eu lieu depuis sa parution. En 1996, à peu près personne ne pensait que les effets du krach boursier de Tokyo de 1990 n'auraient toujours pas été surmontés en 2003, par ce qui paraissait encore au milieu des années 1990 être l'une des économies les plus puissantes du monde. Lorsque *La Mondialisation financière* a été écrit, la crise mexicaine de 1995 avait eu lieu et son analyse avait trouvé une assez large place dans le livre. Néanmoins la multiplication de crises dans la sphère de la [6] finance, leur violence destructrice interne, leurs effets de contagion internationale et leurs conséquences sociales, puis politiques n'y sont pas annoncés comme étant probables. Il a fallu la succession rapide de crises - la, ou plutôt les crise(s) asiatique(s) de 1997-1998, la crise russe



de 1998 ou encore la crise argentine de 2001, mais aussi celles de Turquie et du Brésil (contenues du fait des enjeux politiques de chaque pays) - pour comprendre que ce qu'on nomme « les crises financières des pays émergents » sont devenues des événements récurrents, une composante permanente, jusqu'à nouvel ordre, de la situation économique mondiale. Si on se tourne vers le pays où les marchés financiers les plus importants du monde sont situés, les évolutions ont été aussi de grande envergure. Entre 1996 et la mise en chantier de ce livre-ci, les États-Unis ont vécu en très peu d'années l'essor d'abord de la « nouvelle économie » avec ses promesses de croissance vertueuse pour de longues années, puis en 2000-2001 son effondrement dans le krach du Nasdaq, aggravé par de graves scandales financiers. Plus important encore, on a vu depuis 1996, en dépit de ces crises, la consolidation aux États-Unis de ce que des auteurs ont nommé le « régime d'accumulation à dominante financière » [Chesnais, 1997], le « régime de croissance patrimonial » [Aglietta, 1998] ou encore le « néolibéralisme » [Duménil et Lévy, 2000], c'est-à-dire un système de relations économiques et sociales internes et internationales dont la finance est le pivot et qui sont arc-boutées aux institutions financières et politiques du pays hégémonique à l'échelle mondiale [Chesnais, dans Séminaire marxiste, 2001a].

## Quelques interrogations et thèmes majeurs

En 1996, il n'y avait pas encore lieu de situer impérativement le processus de libéralisation et de mondialisation financières dans le cadre des rapports politiques et militaires internationaux. En 2003, il n'en va plus de même. Le raidissement des forces sociales et des États les plus étroitement liés à la finance mondialisée, face aux scandales qui ont entouré le krach du Nasdaq comme à ses effets économiques et sociaux, face à l'attaque du 11 septembre mais aussi aux oppositions venues de ceux que les néolibéraux désignent pudiquement comme les « perdants de la mondialisation », exige de le faire. [7] Comment expliquer cependant que ces « perdants » soient si nombreux, pourquoi a-t-on assisté à une concentration encore plus grande de la richesse depuis vingt ans entre un très petit nombre de mains, dont la majeure partie vit dans un très petit nombre de pays ? Ces questions sont posées

aujourd'hui par certains de ceux, comme Joseph Stiglitz, qui ont longtemps défendu les politiques libérales, provoquant un début de débat au sommet de certaines organisations internationales. Comment se fait-il alors que la seule réponse apportée, à Washington comme à Bruxelles et à Francfort comme dans les capitales européennes, soit la poursuite des politiques qui ont donné ces résultats dans ce qui ressemble de plus en plus à une dramatique fuite en avant collective que les gouvernements et les élites paraissent poursuivre tête baissée avec des conséquences dramatiques pour les peuples ?

Si ce livre apporte un élément de réponse, c'est par l'attention qu'il porte sur le « pouvoir de la finance » (le terme est d'André Orléan [1999]), en cherchant à en souligner un peu plus nettement les racines sociales ainsi que certains des soubassements et des conséquences politiques. L'attention y est centrée d'abord sur les acteurs clés de la finance libéralisée. Ce sont principalement les institutions financières non bancaires, aussi désignées du nom d'investisseurs institutionnels, fonds de pension, fonds de placement collectifs et sociétés d'assurances, ainsi que des entreprises financières spécialisées qui gravitent autour d'eux. La centralisation des revenus non réinvestis dans la production et non consommés (rangés en bloc sous l'étiquette assez trompeuse d'« épargne ») a mis ces institutions en position de devenir les propriétaires-actionnaires d'un type nouveau d'entreprises, et de détenir en même temps des montants suffisamment élevés d'effets de la dette publique pour que les gouvernements deviennent leurs « débiteurs ». Sans que cela n'ait certainement été pleinement prévu ni voulu, la libéralisation et la mondialisation financières ont donné aux plus importants propriétaires d'actions et d'obligations - les grandes fortunes familiales dont les magazines économiques publient les noms une fois ou deux par an, mais surtout les investisseurs institutionnels (et les gestionnaires qui les peuplent) - les moyens d'influer sur la répartition du revenu dans deux dimensions essentielles : celle de la distribution de la richesse produite entre salaires, profits et rente financière, et celle de la répartition entre la part attribuée à l'investissement et la part distribuée comme [8] dividendes et intérêts. Puisque les deux déterminations de la répartition affectent le niveau de l'investissement et commandent l'emploi et la croissance, il est difficile de concevoir un pouvoir de la finance plus fort.

Un des fondements matériels, mais aussi idéologiques et politiques, de cette puissance tient à la place occupée, au sein de la masse des sommes à faire fructifier financièrement, par les systèmes de retraites privées dans leurs différentes modalités. Lorsque le montant des retraites et leur matérialisation même au moment d'arriver à l'âge de vouloir les toucher dépendent de la santé des marchés et, plus largement, de l'existence de ceux-ci en tant qu'institutions sociales, il devient très difficile d'en faire une critique radicale. Mettre la finance en cause, comme beaucoup de chapitres de ce livre le font, devient quelque chose qui paraît attentatoire à la condition des millions de femmes et d'hommes qui n'ont d'autre choix que de placer leur croyance dans les marchés. Tel est le piège des fonds de pension par capitalisation et des systèmes d'épargne salariale. Telle est peut-être la plus importante raison de lutter contre leur extension aux dépens des systèmes de retraites fondés sur la solidarité et des mécanismes de répartition ne transitant pas par les marchés financiers.

Dans ce livre, il est beaucoup question aussi, dans plusieurs chapitres, des États-Unis. Le gouvernement américain a été le principal artisan de la libéralisation financière. Les investisseurs institutionnels les plus puissants sont américains. En termes de capitalisation financière, plus de la moitié des actifs financiers recensés dans le monde sont américains ou sont venus se placer aux États-Unis. Annoncés comme une puissance économique en déclin il y a encore quinze ans, les États-Unis se sont réaffirmés grâce à leurs marchés financiers en tant que pays hégémonique, aux plans militaire mais aussi économique. Force est donc de s'intéresser à lui, à ses investisseurs et à ses marchés financiers. Raison de plus quand l'examen des différents postes de sa balance extérieure (balance commerciale et balance de son compte de capital), montre qu'il a établi avec le reste du monde des rapports économiques financiers inédits d'un type très particulier. L'hégémonie des États-Unis est associée depuis une décennie à une macroéconomie qui suppose des apports très importants du reste du monde. Ceux-ci prennent la forme de capitaux de placement, d'investissements directs, de ressources énergétiques et de [9] matières de base stratégiques, de marchandises très bon marché, sans oublier les flux de main-d'œuvre hautement qualifiée. Ces apports externes sont si élevés qu'il devient presque obligatoire de s'interroger sur la relation qu'ils pourraient avoir avec les performances mondiales médiocres en

matière d'investissement et de croissance en longue période, mais aussi sur leurs liens avec la politique étrangère américaine, les attendus des documents définissant la doctrine actuelle des États-Unis et la propension qu'ils montrent au recours à la force.

La place et le rôle des États-Unis dans la configuration et l'organisation de la finance mondialisée et dans la défense des intérêts sociaux qu'elle engendre, sont tels que le risque est grand de perdre de vue la place et le rôle du capital de placement et des gouvernements européens. Le livre s'attache donc à essayer de commencer à corriger cette myopie dont les conséquences politiques sont fâcheuses.

## Les huit contributions

Les auteurs qui ont collaboré à ce travail collectif se sont partagé le travail de la façon suivante. Dans *le premier chapitre*, François Chesnais retrace les étapes de l'accumulation financière avant de présenter quelques traits majeurs de la mondialisation des marchés financiers. Il aborde la caractérisation économique du capital de placement, ainsi que la nature et les effets de son interpénétration, devenue très étroite, avec le capital industriel. Le chapitre soulève la question de l'influence du capital de placement sur le niveau et le rythme de l'accumulation et, partant, les performances de l'économie mondiale. Il se termine par des interrogations sur ce qui est désigné provisoirement comme l'« insatiabilité » de la finance.

Dans *le deuxième chapitre*, Suzanne de Brunhoff s'interroge sur les causes de l'instabilité monétaire internationale dont les fluctuations sur les marchés des changes et les crises de taux de change sont la manifestation. Elle les cherche dans les fondements mêmes des régimes de change. Ceux-ci ont toujours été structurés par les monnaies des principales puissances capitalistes et ont eu comme pivot un pays émetteur d'une devise de référence mondiale. En ce sens la place du dollar aujourd'hui n'est pas nouvelle. Ce qui l'est plus, c'est la manière dont les autres pays industriels majeurs acceptent les mouvements de [10] hausse et aujourd'hui de baisse de la devise américaine (un tiers par rapport à l'euro en un an et demi, avec une accélération depuis septembre 2003) en fonction d'une appréciation unilatérale par le

gouvernement américain du niveau de change qui lui convient à tel ou tel moment. L'auteur en trouve la raison dans l'acceptation par ces pays de l'hégémonie des États-Unis sur le plan politique et militaire mondial.

Dans *le troisième chapitre*, Gérard Duménil et Dominique Lévy examinent de très près la configuration des rapports économiques et financiers internationaux associés à cette hégémonie. Après avoir donné une définition de la finance de caractère social, à savoir la fraction supérieure des classes capitalistes et les institutions où se concentre sa capacité d'action, les auteurs donnent des estimations chiffrées précises des sources de la très forte redistribution du revenu national en faveur des possesseurs de titres portant intérêts et dividendes. Les auteurs font une analyse comparée du mouvement du taux de profit, du profit retenu dans les entreprises et du taux d'investissement entre les États-Unis et l'Europe en montrant la contribution importante de l'investissement étranger au boom américain de la fin des années 1990. Ils donnent ensuite des estimations chiffrées des flux financiers résultant des investissements et des placements des États-Unis à l'extérieur, ainsi que des revenus qu'ils tirent de leur industrie financière et leur rôle de premier site de placement au monde. Ils en tirent la conclusion que les États-Unis cumulent à la fois des traits impérialistes « classiques », marqués par l'exportation de capitaux et de marchandises et des traits nouveaux. Ceux-ci sont caractérisés par l'importation simultanée de montants de marchandises très supérieures aux exportations et par l'attraction de capitaux étrangers dont l'afflux est indispensable pour financer leurs investissements et leurs déficits budgétaires et commerciaux.

*Le quatrième chapitre* rédigé par Catherine Sauviat est centré sur les fonds de pension et les fonds collectifs (ou *mutual funds*) américains. L'auteur commence par analyser en détail les traits spécifiques de ces deux catégories majeures d'investisseurs institutionnels, l'origine de leur puissance financière ainsi que la division du travail qui s'est établie entre eux au fil du temps. Elle s'interroge sur les liens entre les objectifs de rentabilité et de liquidité poursuivis par les gestionnaires de fonds et l'instabilité des marchés, leur rôle dans la formation de bulles financières qui se termineront plus tard en krachs. Mais c'est surtout [11] la nature du nouveau pouvoir actionnarial et ses effets normatifs sur le comportement des entreprises qui sont mis en évidence ici. L'auteur soutient que, contrairement à l'idée largement répandue d'une

*corporate governance* visant à encadrer les managers, le pouvoir disciplinaire de ces nouveaux actionnaires s'est exercé surtout sur les salariés et que les dirigeants ont su contourner très largement à leur profit les nouveaux mécanismes de contrôle. Dans une dernière section, le chapitre montre les très faibles retombées de l'activisme actionnarial, et l'ambiguïté de cette stratégie lorsqu'elle est revendiquée par les syndicats en tant que porte-parole de salariés propriétaires de titres. L'intérêt porté par ces derniers à l'investissement socialement responsable et aux fonds d'investissement éthiques en est l'un des avatars dont l'auteur s'attache à montrer les limites et les ambivalences.

*Dans le cinquième chapitre*, Dominique Plihon étudie certaines des conséquences pour les entreprises françaises de l'entrée dans leur capital des investisseurs institutionnels et de l'imposition des normes de la valeur actionnariale. La France est passée d'un capitalisme d'État à un capitalisme dominé par les investisseurs institutionnels en un laps de temps extrêmement court. La dernière étape de cette transition s'est faite pendant la période d'euphorie boursière et les groupes français ont été touchés plus fortement que d'autres par les retombées internationales du krach du Nasdaq et de la récession aux États-Unis. Le coût des opérations de fusions et acquisitions réalisées à l'apogée de la bulle a provoqué une très forte hausse du ratio des dettes sur les fonds propres que les investisseurs financiers et les banques créancières considèrent comme stratégiques. Les dégâts sur l'ensemble de l'économie ont été élevés. Obligées de consacrer leurs ressources à rembourser les banques et rassurer les actionnaires par des versements particuliers (rachats de titres à des prix supérieurs au cours boursiers), les entreprises ont réduit leurs investissements et taillé dans leurs effectifs salariés. L'auteur estime que le marasme économique et la montée du chômage au cours des années 2002-2003 montrent la nouvelle vulnérabilité des systèmes productifs sous l'emprise des investisseurs et des marchés financiers, en France comme dans les autres pays industrialisés.

*Le sixième chapitre* rédigé par Esther Jeffers porte sur certaines dimensions de la place de l'Europe dans la mondialisation financière. L'auteur part du constat que les États-Unis ne [12] sont pas la seule force qui cherche à occuper l'espace financier mondial né de la libéralisation financière. Il y a aussi l'Europe. Elle entend s'inscrire en faux contre l'idée que, face à l'hégémonie des États-Unis, l'Europe

libérale constituerait un contre-modèle. Le chapitre rappelle que la première étape de la mondialisation financière, celle des eurodollars, s'est déroulée à la City et ensuite comment les places financières d'Europe continentale sont venues, au cours des années 1980, fournir aux investisseurs institutionnels américains des points d'appui précieux pour la mise en œuvre de stratégies diversifiées de placement. De façon complémentaire, les investisseurs institutionnels européens ont su prendre appui sur les forces motrices de la mondialisation financière situées aux États-Unis pour (re)construire le « pouvoir de la finance » dans les pays de l'Union européenne. Ce pouvoir a pu ensuite être exercé à l'égard des salariés et servir de tremplin à des vagues d'investissements par fusion-acquisition dans les secteurs publics et les systèmes bancaires en Amérique du Sud et en Europe centrale et orientale. L'auteur souligne cependant que l'Europe est faite d'États-nations qui n'ont pas les mêmes intérêts économiques ou financiers et entre lesquels une concurrence vive se poursuit. Elle étudie celle-ci dans le champ des rivalités âpres entre les places financières européennes, Londres, Francfort et Paris en premier.

*Le septième chapitre* écrit par Marianne Rubinstein propose des réponses aux questions suivantes : pourquoi la libéralisation financière a-t-elle débouché en 1990 au Japon sur un très important krach boursier et immobilier alors que les autres pays industriels n'ont connu qu'une récession ? Comment expliquer qu'en 2003 les effets du krach n'aient toujours pas été surmontés. L'impréparation face aux conséquences de la déréglementation financière a été très grande au Japon. Sous l'effet de la désintermédiation et dans un contexte de fort affaiblissement des autorités de tutelle les principales institutions financières, banques et sociétés d'assurances, se sont exposés à des risques élevés, que le manque d'expérience et d'expertise ainsi que les collusions d'intérêts ont encore aggravé. L'ampleur de l'effondrement du prix des actifs boursiers et immobiliers et le retard du gouvernement à intervenir ont conduit à une accumulation particulièrement élevée de dettes et de créances irrécupérables par les banques et les sociétés d'assurances. Les banques n'ont plus été en mesure d'assurer leur rôle à l'égard de l'économie. [13] En raison de sa durée, il y a ensuite eu télescopage entre la crise financière et une crise plus profonde du modèle japonais qui est atteint par des problèmes structurels. La discussion des voies possibles de la sortie de crise suggère que celle-ci est encore loin et ne



doit pas être confondue avec la reprise conjoncturelle que le Japon connaît.

Dans *le huitième chapitre*, Mamadou Camara et Pierre Salama proposent une analyse de l'insertion différenciée des pays en développement dans la mondialisation financière ainsi que les effets contradictoires ou « paradoxaux » de cette insertion dans la plupart des cas. Les données disponibles leur permettent de rappeler d'abord que la majorité des pays en développement ont une position dans le processus de mondialisation financière qui les exclut de l'accès à certains flux de capitaux, notamment l'IDE. Trois types de flux donnant lieu à des formes d'insertion différentes sont étudiés : les crédits bancaires, les investissements directs et les investissements de portefeuille. Les premiers dominent les flux dans la seconde moitié des années 1970 jusqu'à la crise de la dette. Lorsque les flux redeviennent importants dans les années 1990, les investissements directs et les placements sur les marchés financiers l'emportent. Les auteurs montrent ensuite les problèmes posés à la politique économique et la très grande instabilité des taux de croissance, dès que les pays dépendent de l'afflux de capitaux étrangers pour financer les déficits budgétaires et externes. La manipulation des taux d'intérêt pour attirer les capitaux devient l'un des instruments essentiels de la politique économique. Ils concluent que les modes d'insertion à l'économie-monde par la finance donnent à la croissance des pays dits « émergents » un profil de montagnes russes.

*Le dernier chapitre* rédigé par Luc Mampey et Claude Serfati examine la place tenue par la finance dans les transformations du système militaro-industriel des États-Unis, ainsi que l'état actuel de ses rapports avec les investisseurs institutionnels et le marché de Wall Street. Les données qu'ils présentent suggèrent que les actionnaires institutionnels ont joué un rôle actif dans les restructurations et les stratégies des grands groupes de l'armement ; ils y exercent aujourd'hui un contrôle très majoritaire. L'évolution des relations entre les technologies militaires et civiles - en particulier dans les technologies de l'information et de la communication - s'est faite dans une direction qui fournit de nouvelles opportunités aux groupes de [14] l'armement et qui confortent les placements en actions de ces groupes. Enfin, les institutions politiques (surtout celles qui appartiennent à l'exécutif) ont singulièrement renforcé leurs relations avec les groupes industriels, en particulier depuis l'élection de G. W. Bush, et plus encore depuis le 11



septembre 2001. Les auteurs se posent la question de savoir si les marchés financiers ne seraient pas en train d'inscrire l'inéluctabilité de nouvelles guerres et de nouvelles opérations militaires dans leur horizon et leurs calculs, de forger en quelque sorte une « convention » boursière « guerre sans limites ». Celle-ci ne serait pas fondée sur la base fragile des mimétismes boursiers, mais sur le calcul que seule la suprématie militaire peut permettre aux États-Unis de se protéger des contrecoups sociaux et politiques d'un mode de production et de consommation « insoutenable » pour la planète comme un tout. Ils rejoignent ainsi les interrogations antérieures quant aux conséquences des fondements économiques et financiers de l'hégémonie des États-Unis, et au réflexe des principaux bénéficiaires de la mondialisation financière de tenter d'en assurer la pérennité à l'aide de tous les moyens dont cet État dispose.

Depuis le moment où nos chapitres ont été écrits, la défaillance frauduleuse du groupe italien Parmalat, avec ses innombrables ramifications dans le monde des banques internationales et des sociétés d'audit, est venue illustrer de nouveau à grande échelle l'opacité de la finance mondialisée et son aptitude à exploiter les opportunités offertes par la libéralisation, dont la tolérance des paradis fiscaux est un aspect criant. Les variations du taux de change du dollar, à la baisse puis de nouveau à la hausse, selon la perception que les États-Unis ont de leurs priorités, s'inscrivent de plus en plus fort comme facteur d'instabilité mondiale. Parallèlement, le soutien continu donné par la FED aux marchés boursiers et immobiliers favorise la formation d'une nouvelle bulle financière. On est face à une tentative de « relance par hausse du prix des actifs » [*The Economist*, 2004]. Elle correspond à la prédominance du capital de placement et aggrave encore les déficits des États-Unis, peu importe les effets pour le reste du monde. Peut-on penser que sur ce plan un changement d'Administration modifierait les choses ?

[15]

**La finance mondialisée...****Chapitre 1**

---

“Le capital de placement :  
accumulation, internationalisation,  
effets économiques et politiques.”

**Par François CHESNAIS**[Retour à la table des matières](#)

Le monde contemporain connaît une configuration spécifique du capitalisme, dans laquelle le capital de placement financier est logé au cœur des rapports économiques et sociaux. Les formes d'organisation capitalistes les plus facilement identifiables demeurent les groupes industriels transnationaux (les STN), qui ont pour charge d'organiser la production des biens et des services, de capter la valeur et d'asseoir de façon directe la domination politique et sociale du capital face aux salariés. Mais à leur côté, moins visibles et moins attentivement analysées, se tiennent les institutions financières, bancaires mais surtout non bancaires, qui sont constitutives d'un capital aux traits particuliers. Ce capital cherche à « faire de l'argent » sans sortir de la sphère financière, sous forme d'intérêts des prêts, de dividendes et autres versements perçus au titre de la possession d'actions et enfin de profits nés de spéculations réussies. Il a comme terrain d'action des marchés financiers décloisonnés entre eux au plan domestique et interconnectés internationalement. Ses opérations reposent aussi sur des chaînes complexes de créances et de dettes, notamment entre banques.

Le capital de placement (aussi désigné du terme « capital financier » ou même tout simplement comme la « finance ») ne s'est pas hissé à la place qu'il occupe aujourd'hui par un mouvement propre. Avant qu'il ne joue un rôle économique et social de premier plan, il a fallu que les États les plus puissants décident de libérer les mouvements de capitaux et de [16] déréglementer et de décloisonner leurs systèmes financiers. Il a également fallu que ceux-ci mettent en œuvre des politiques qui favorisent et qui facilitent la centralisation des fonds liquides non réinvestis des entreprises ainsi que de l'épargne des ménages. Aux termes de ces transformations, des institutions spécialisées, peu visibles précédemment, sont devenues par l'entremise de marchés boursiers, les propriétaires des groupes : des propriétaires-actionnaires d'un type particulier qui ont des stratégies entièrement soumises à la maximisation d'une nouvelle grandeur, la « valeur actionnariale ». Souvent désignés du nom d'« investisseurs institutionnels <sup>1</sup> », ces organismes (fonds de pension, fonds de placement collectif, sociétés d'assurances, banques gérant des sociétés d'investissement) ont fait de la centralisation des profits non réinvestis des entreprises et des revenus non consommés des ménages, notamment les plans de retraite privés et l'épargne salariale, le tremplin d'une accumulation financière de très grande dimension. La progression de l'accumulation financière a été étroitement liée à la libéralisation des mouvements de capitaux et à l'interconnexion internationale des marchés pour les actifs financiers - obligations publiques et privées, actions et produits dérivés.

Ce chapitre retrace les étapes de l'accumulation financière avant de présenter quelques traits majeurs de la mondialisation des marchés financiers. Il aborde ensuite la caractérisation économique du capital de placement, ainsi que la nature et les effets de son interpénétration, devenue très étroite, avec le capital industriel. Le chapitre soulève alors la question de l'influence du capital de placement sur le niveau et le rythme de l'accumulation et partant les performances de l'économie

<sup>1</sup> Le terme, qui est utilisé par convention au long de ce livre, suppose une explication : il est la traduction de l'anglais *institutional investor*, langue qui n'autorise pas, à la différence du français, la distinction entre investissement et placement. Le glissement sémantique du terme *investor* laisse accroire que ces agents contribuent à la création de capacités productives au moyen d'investissements dans les entreprises alors que l'essentiel de leurs opérations porte sur l'achat et la vente des titres donnant droit à intérêts et dividendes.

mondiale. La mondialisation financière contemporaine a vu se constituer une configuration internationale des flux de capitaux « paradoxale » en faveur des pays dotés de places financières. Les plus sûres et les plus rémunératrices d'entre elles sont situées aux États-Unis. La position particulière de ce pays dans l'économie et les relations politiques mondiales, ainsi que [17] les distorsions très fortes des taux de croissance au plan mondial en sont, au moins en partie, la conséquence directe. Le chapitre se termine par des interrogations sur ce qui est désigné à titre provisoire comme l'« insatiabilité » de la finance.

## Les étapes et les mécanismes de l'accumulation financière

[Retour à la table des matières](#)

Lorsque le capital de placement resurgit au début des années 1980, l'écrasante majorité des salariés comme des citoyens de la plupart des pays, hormis les États-Unis et la Suisse et à un moindre degré le Royaume-Uni, en ont complètement oublié l'existence et le pouvoir social. La réapparition et la montée en puissance du capital financier ont été accompagnées par la résurgence de marchés spécialisés - marchés de titres d'entreprise ou marchés obligataires. Ceux-ci garantissent au capital de placement les privilèges et le pouvoir économique et social particulier associés à ce qui est nommé la « liquidité ». Par là on entend la possibilité offerte aux investisseurs financiers par les marchés financiers, en temps « normal », hors situation de crise financière, d'acquérir et de se défaire de leurs actifs en tous genres - bons du Trésor et autres formes de titres de la dette publique, obligations d'entreprise et actions. La montée en force des marchés de titres d'entreprise à la faveur du mouvement d'accumulation financière et des mesures de déréglementation a été suivie d'une évolution notable de la fonction des marchés et du pouvoir des investisseurs. À partir des années 1980 aux États-Unis et des années 1990 pour des pays comme la France, ce ne sont plus seulement les parts de propriété d'entreprises qui deviennent des actifs financiers

achetables et vendables en Bourse, mais les entreprises comme telles, et même des groupes industriels entiers <sup>2</sup>.

Il faut rappeler les étapes du processus d'accumulation financière qui a abouti à ce résultat. Par accumulation financière, on entend la centralisation dans des institutions spécialisées de profits industriels non réinvestis et de revenus non consommés, que celles-ci ont pour charge de valoriser sous la forme de [18] placements en actifs financiers - devises, obligations et actions - en se tenant hors de la production de biens et de services. Aux États-Unis, le processus de centralisation du capital sous forme financière recommence dans les années 1950, sans qu'on lui prête grande attention, à mesure que les effets de la crise des années 1930 et les conséquences de la Seconde Guerre mondiale prennent fin. En Europe, on peut dater le début de l'accumulation financière contemporaine au milieu des années 1960. Pour une part, il s'est agi d'un sous-produit de l'accumulation industrielle de la période de l'« âge d'or ». Encouragés par des dispositions fiscales favorables, les ménages à revenus plus élevés ont commencé à placer leurs revenus liquides excédentaires en titres d'assurance-vie. De ce fait, aujourd'hui encore, ce sont les compagnies d'assurances qui centralisent les actifs financiers les plus élevés (voir la figure 1 plus loin). Dans les années 1960 également, la mensualisation des salaires s'est accompagnée de l'obligation pour les salariés d'ouvrir un compte en banque ou à La Poste. Une masse considérable d'argent liquide qui échappait précédemment aux banques a afflué vers elles. Ceci a accru l'échelle de leurs opérations de crédit, comme des placements à court ou à très court terme à très forte rémunération qu'elles ont pu faire le jour où un marché financier déréglementé a été reconstitué.

Cette reconstitution a eu lieu à la faveur de conditions institutionnelles précises, dans l'un des foyers historiques du capital de placement, le Royaume-Uni. Alors que le contrôle des changes battait son plein, celui-ci a permis en 1958 la création dans la City de Londres en « *offshore* » - c'est-à-dire avec un statut propre voisin d'un paradis fiscal - d'un marché interbancaire de capitaux liquides libellés en

<sup>2</sup> Le terme « groupe industriel » désigne, ici et dans la suite du livre, aussi bien les groupes engagés majoritairement dans l'industrie manufacturière que ceux des activités de service (télécoms, etc.).

dollars, dit « marché des eurodollars <sup>3</sup> ». Ce sera la première base d'opération internationale du capital de placement. De grandes entreprises ont aidé à [19] sa reconstitution aux côtés des banques qui s'en servent pour commencer à s'internationaliser. Bien avant le « choc pétrolier », des profits non rapatriés et aussi non réinvestis dans la production sont déposés par les firmes transnationales américaines en eurodollars. L'afflux de ressources non réinvesties s'accélère au début des années 1970 à mesure que le dynamisme de l'« âge d'or » s'épuise <sup>4</sup>. Les gouvernements ont été obligés d'en prolonger la durée au moyen d'une création de crédit élevée. Combiné avec la première reconstitution d'une accumulation de capitaux spéculatifs, cela explique pourquoi la crise de 1974-1975 a été marquée par une première forme de krach financier dont les banques ont été alors l'épicentre [Mandel, 1978].

L'étape suivante a été celle du « recyclage » à partir de 1976, des « pétrodollars », c'est-à-dire les sommes très élevées résultant du relèvement temporaire du prix du pétrole placées à Londres par les

<sup>3</sup> Voir Michalet [1976] qui est sans doute le premier en France à avoir pris la mesure du marché des eurodollars, ainsi que Bourguinat [1992] qui en situe la place dans la marche vers la mondialisation financière. C'est en 1958 que l'Union européenne des paiements (avec le système des compensations multilatérales des soldes commerciaux des pays membres) est dissoute. Il y a donc retour à la convertibilité monétaire. Même si on reste en régime de changes fixes et même les États maintiennent un contrôle étroit sur l'allocation de devises et les mouvements de capitaux, cette dissolution ouvre la voie aux placements de capitaux sous formes de dépôts rémunérés hors du pays d'origine. C'est à Londres que ces placements se feront. Les banques nationalisées françaises y seront vite très actives. Le premier grand prêt syndiqué à un État en eurodollars sera celui organisé par la banque britannique Warburg au profit de l'Italie pour financer la construction des autoroutes italiennes.

<sup>4</sup> Ni la reconstitution du capital de placement, ni la mondialisation financière à laquelle elle conduit ne se comprennent en dehors de ce que les économistes de l'École de la régulation ont nommé la « crise du mode de régulation fordiste » [Boyer, 1986], et les marxistes la résurgence des contradictions les plus classiques du mode de production capitaliste mondiale, à savoir la surproduction et le surinvestissement. La reconstitution d'une masse de capitaux cherchant à se mettre en valeur en dehors de la production, comme capital de prêt et de placement, a pour origine l'épuisement progressif des normes de consommation et la baisse de la rentabilité des investissements industriels (tout à fait visible dans les statistiques).

potentats du golfe Persique. Ce « recyclage » a pris la forme de prêts et d'ouverture de lignes de crédit des banques internationales aux gouvernements du tiers monde, notamment en Amérique latine. Les bases de la dette du tiers monde sont jetées et avec celle-ci la mise en place d'un mécanisme de transfert de ressources possédant la capacité de se reproduire dans le temps. Rappelons-en les racines et les caractères. Indépendamment de son contexte historique spécifique, la dette publique a toujours pour origine des rapports de classe et de pouvoir politique qui permettent aux riches d'échapper largement ou même presque complètement à l'impôt. Une fois que son montant franchit un certain seuil, son remboursement s'apparente au remplissage du tonneau des Danaïdes. La dette se reconstitue en permanence. Pour peu que le niveau des taux d'intérêt soient supérieurs au niveau des prix et aux taux de croissance de la production et du produit intérieur brut (PIB), elle peut même s'accroître très vite. C'est ce qui est nommé [20] l'effet « boule de neige de la dette <sup>5</sup> ». Les intérêts dus sur le principal de la dette (le « service de la dette ») absorbent une fraction toujours plus élevée du budget de l'État, des recettes des exportations et des réserves en devises du pays, de sorte que l'unique manière de faire face aux échéances du service de la dette est d'emprunter de nouveau. Certains États subordonnés politiquement ou vaincus militairement ont connu au XIX<sup>e</sup> siècle ou dans les années 1920 des mécanismes cumulatifs et pervers d'endettement. À l'époque contemporaine, ceux-ci sont apparus du fait des mesures prises par les États-Unis à partir de 1979.

Les expressions « dictature des créanciers » [Fitoussi, 1995] et « tyrannie des marchés » [Bourguinat, 1995] ont été proposées pour désigner certains des rapports caractéristiques de la finance de marché. Il ne peut y avoir dictature sans une forme de coup d'État [Chesnais,

<sup>5</sup> La Commission des finances de l'Assemblée nationale française a décrit ce mécanisme ainsi : « Dès 1983, la dette publique a été soumise à un processus de croissance spontanée, d'effet de "boule de neige". Son coût moyen, influencé par le niveau historiquement très élevé des taux d'intérêt réels et la part croissante de la dette négociable, est supérieure au taux de croissance de l'économie. Dès lors, la charge budgétaire creuse spontanément le déficit, qui s'ajoute au stock de dette en fin d'année et doit être refinancé à coût élevé. Ce mécanisme, une fois lancé, entraîne la croissance de la dette comparée au PIB, même si le déficit hors dette est ramené à l'équilibre » [Assemblée nationale, 1994].

1997, p. 63]. Celui qui a fait naître celle des « créanciers » ou plus exactement celle du capital patrimonial contemporain à traits rentiers, date des mesures de libéralisation des marchés obligataires des titres de la dette publique et de hausse du dollar et des taux d'intérêt américains prises en 1979-1981. C'est dans les pays du tiers monde, incités à profiter des crédits apparemment avantageux associés au recyclage des pétrodollars, que les conséquences du « coup de 1979 » ont été les plus dramatiques. La multiplication par trois et même par quatre des taux d'intérêt auxquels les sommes empruntées ont dû être remboursées a précipité la crise de la dette du tiers monde dont le premier épisode est la crise mexicaine de 1982. Dans les pays dits « en développement » (PED) ou « nouvellement industrialisés » (NPI), la dette est devenue un formidable levier permettant d'imposer les politiques dites d'ajustement structurel et d'enclencher chez beaucoup d'entre eux des processus de désindustrialisation. La dette a conduit à une accentuation forte de la domination économique et politique des pays capitalistes centraux sur ceux de la périphérie [Toussaint, 1997].

[21]

Considérée sous l'angle de l'accumulation financière comme telle, c'est néanmoins dans les pays du centre du système que la dette publique a fait faire à la croissance du capital de placement un saut quantitatif et qualitatif. En termes de montants absolus de transferts financiers, la dette publique décisive n'a pas été celle du tiers monde mais celle des pays avancés. La formation des marchés obligataires libéralisés a répondu aux besoins de deux groupes d'acteurs : les gouvernements et les grandes institutions de centralisation de l'épargne. Elle a répondu aux besoins de financement des déficits budgétaires des grands pays industrialisés. La mise en place d'un marché obligataire complètement ouvert aux investisseurs financiers étrangers a permis le financement des déficits budgétaires par placement des bons du Trésor et autres effets de la dette sur les marchés financiers. C'est ce qu'on nomme la « titrisation » des effets de la dette publique. C'est aux États-Unis et au Royaume-Uni qu'ont été réunies en premier les conditions politiques et sociales permettant aux investisseurs institutionnels de jouir d'une politique monétaire favorable aux intérêts des créanciers et de bénéficier de la libéralisation et de la déréglementation des opérations de placement et des mouvements de capitaux. Mais dès 1984-1985, tous les autres pays du



G7 ont adopté le cours nouveau de financement des déficits budgétaires par l'appel au marché obligataire libéralisé et l'offre de taux d'intérêt réels positifs. Ce cours a fait des marchés obligataires publics, ce que le FMI (1994) a nommé l'« épine dorsale » des marchés obligataires internationaux, le lieu où sont détenus une fraction variable, mais toujours élevée des actifs financiers mondiaux. Même si les taux d'intérêt ont beaucoup baissé pour répondre à d'autres nécessités de soutien des marchés financiers, la sécurité des placements continue à en faire un refuge (ce qui est nommé « *flight to quality* »).

La titrisation, la hausse des taux d'intérêt et la libéralisation des mouvements de capitaux ont coïncidé avec le moment où en raison du montant des sommes qu'ils avaient accumulées, les fonds de pension recherchaient des occasions de placement à grande échelle. Les investisseurs institutionnels ont été les premiers bénéficiaires de la déréglementation monétaire et financière. Au cours des années 1980, ils ravissent aux banques le premier rang en tant que foyers de centralisation financière et leur prennent une partie de leurs activités de prêt. Dans le cas des États-Unis, la formation des caisses de retraite d'entreprise [22] ou d'administrations publiques remonte parfois aux années 1920, mais le plus souvent à la période 1940-1960. Leur émergence dans les pays anglo-saxons et au Japon en tant qu'acteurs majeurs de la finance de marché à la fin des années 1970 est la conséquence du choix politique fait dans ces pays à la fin de la Seconde Guerre mondiale en faveur des systèmes de retraites privés. Mais des incitations fiscales en ont souvent renforcé l'attractivité dans les années 1970. Dans les autres pays industriels, les sociétés d'assurances sont les investisseurs institutionnels les plus puissants.

Dans les pays de l'OCDE, tout comme dans les pays périphériques, la dette publique vient continuellement nourrir l'accumulation financière par l'intermédiaire des finances publiques. La nécessité de recourir au financement par l'emprunt est relancée en permanence par la sous-imposition du capital et des revenus élevés, qui a été encore facilitée par la mondialisation financière, l'impunité de l'évasion et la multiplication des paradis fiscaux. Un double cadeau est fait aux revenus élevés : ils bénéficient de réductions d'impôts et on se tourne vers eux pour emprunter à taux élevés. La richesse transférée commence par prendre la forme de salaires, de revenus agricoles et artisans, partiellement celle de profits, avant de se transformer en

impôts directs et indirects et autres « contributions spéciales » qui sont acheminés vers le secteur financier par le canal de la part du budget de l'État allouée au service de la dette. À la fin des années 1990, cette part a atteint ou dépassé 20 % pour la plupart des pays de l'OCDE, à commencer par les États-Unis <sup>6</sup>. De 1987-1988 jusqu'au milieu des années 1990, les déficits budgétaires des pays de l'OCDE et donc le recours à l'emprunt se sont situés entre 3 % et 7 % de leur produit intérieur brut. Après une décrue passagère, le niveau supérieur a été atteint de nouveau par les États-Unis en 2003. Dans les années 1980, la dette publique a permis l'expansion, ou dans des pays comme la France la résurrection des marchés financiers. Elle est le pilier du pouvoir des institutions qui centralisent le capital de placement. La dette publique est génératrice ensuite de [23] pressions fiscales fortes sur les revenus les moins mobiles et les plus faibles, d'austérité budgétaire et de paralysie des dépenses publiques. Comme dans les pays dits en développement c'est elle, au cours des derniers dix ans, qui a facilité la mise en œuvre des politiques de privatisation.

Les ressources financières centralisées par la dette demeurent toujours largement captives des marchés financiers. Ainsi les années 1980 ont vu la reconstruction de marchés capables de garantir aux investisseurs financiers la possibilité en temps normal de revendre leurs actifs à tout moment <sup>7</sup>. Une nouvelle étape de l'accumulation financière s'est alors ouverte, où les dividendes sont devenus un mécanisme important de transfert et d'accumulation et les marchés d'actions le pivot le plus actif. Cette étape voit la mise en place du « gouvernement d'entreprise » contemporain <sup>8</sup>. La pression « impersonnelle » des « marchés », s'exerçant sur les groupes industriels par le biais du niveau

<sup>6</sup> La relance de l'économie d'armement et le financement de l'immense programme de la « guerre des étoiles » se sont fait, en dépit de toutes les proclamations reaganiennes, sur l'orthodoxie monétaire et budgétaire, par accroissement de la dette fédérale. La dette fédérale de l'État américain s'élevait à 322 milliards de dollars en 1970, 906 milliards de dollars en 1980, 4 061 milliards de dollars en 1992. Rapporté au budget Fédéral, le service de la dette est passé de 12,7 % en 1980 à 20,1 % en 1990.

<sup>7</sup> On consultera Orléan [1999] à propos de la « liquidité » recherchée par tout détenteur de titres, à commencer par les actions d'entreprise. Il en fait le socle du « pouvoir de la finance ». Voir Chesnais [2000] pour une analyse critique de ce livre important.

<sup>8</sup> Voir les chapitres de Catherine Sauviat et de Dominique Plihon.

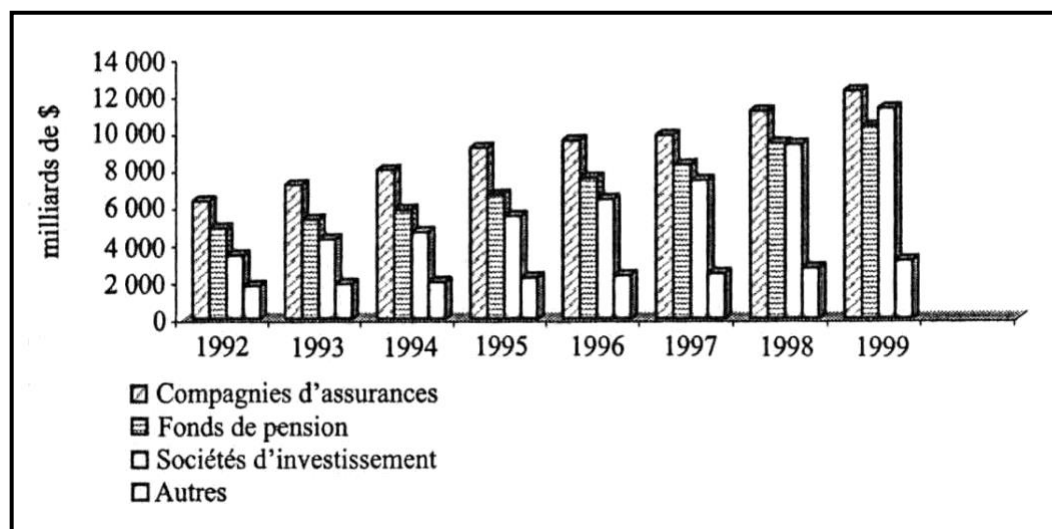
comparé du taux d'intérêt sur les titres de la dette et celui des profits industriels, se double de formes de surveillance beaucoup plus directes qui bénéficient de constructions théoriques faites sur mesure<sup>9</sup>. De nouvelles normes de rentabilité sont imposées, génératrices de pressions fortement accrues sur les salariés, en termes de productivité et de flexibilité du travail, comme de changement dans les formes de détermination des salaires. Pour autant, même si les marchés boursiers occupent le devant de la scène, les placements en bons du Trésor ne perdent pas leur importance. En temps de secousses financières, les titres de la dette publique des pays les plus forts, les États-Unis en tête, demeurent la valeur refuge par excellence. Les prêts obligataires aux sociétés (entreprises et banques) et les crédits hypothécaires aux particuliers complètent la panoplie de l'appropriation dont la source ultime se trouve toujours dans la production. Ils sont étroitement articulés aux mécanismes de taux d'intérêt interbancaires bas ou très bas et de création de crédits qui forment le socle de la politique de stimulation des dépenses qui est caractéristique de la macroéconomie du régime d'accumulation financiarisé [Chesnais, 2001a et b]. Aux États-Unis, la Fed a pratiquement érigé en principe l'obligation [24] de fournir aux teneurs de marché en cas de difficulté, les lignes de crédit qui les aident à maintenir la liquidité [Aglietta, 2003]. Après avoir donné au pouvoir de la finance ses assises au moyen de la hausse des taux d'intérêt, ceux-ci servent à donner de l'oxygène aux marchés, presque en permanence.

Une mesure de l'ampleur de l'accumulation financière est fournie par l'évolution du montant des actifs financiers des investisseurs institutionnels.

<sup>9</sup> C'est le cas en particulier pour la théorie de l'« agence » de Jensen.

**Figure 1.**

Actifs financiers des pays de l'OCDE  
par type d'investisseur institutionnel



Source : Données publiées dans OCDE [2001].

À la fin des années 1990, le montant des actifs détenus par l'ensemble des investisseurs institutionnels dépassait 36 000 milliards de dollars américains. Ces avoirs représentaient alors environ 140 % du PIB des pays de la zone OCDE. Mais dans certains pays, le rapport au PIB des actifs financiers, qui représente des prétentions d'appropriation de la production économique présente et future, est beaucoup plus élevé : 226 % dans le cas du Royaume-Uni, 212 % dans celui des Pays-Bas, 207 % dans celui des États-Unis, 200 % dans celui de la Suisse. Au cours de la décennie, la croissance de la valeur des actifs des investisseurs institutionnels s'est faite à un rythme soutenu, plus de 11 % en moyenne sur la période [OCDE, 2001]. Si les sociétés d'assurances sont en tête pour le montant des actifs détenus, elles sont talonnées à la fin des années 1990 par les sociétés d'investissement (de placement) et les fonds de pension, dont les actifs ont crû à un rythme plus élevé. Ce sont les premières, notamment celles spécialisées dans la gestion de [25] fonds mutuels, qui ont connu la plus forte croissance : leurs avoirs ont augmenté en moyenne annuelle de 20 % entre 1990 et 1999 contre 13 % pour les fonds de pension.

## La forme de mondialisation née de la libéralisation financière

[Retour à la table des matières](#)

La mondialisation financière a été préparée par le marché des eurodollars, puis par le passage à un régime de taux de change flexibles après l'abrogation du système de Bretton Woods. Le marché des changes a ainsi été le premier marché à être entré dans la mondialisation financière contemporaine. Il reste l'un de ceux où les investisseurs institutionnels continuent à détenir une part de leurs actifs. Mais ce sont les mesures de libéralisation et de déréglementation de 1979-1981 qui ont donné naissance au système de finance mondialisée tel que nous le connaissons. Elles ont mis fin au contrôle des mouvements de capitaux avec l'étranger (sortants et entrants), décloisonnant ainsi les systèmes financiers nationaux vers l'extérieur. La première conséquence a été l'expansion très rapide, dès le milieu des années 1980, de marchés obligataires publics interconnectés internationalement et la diffusion internationale du financement des déficits par émission de titres négociables. Plus qu'une décision délibérée, la libéralisation et la titrisation des effets publics ont résulté d'un processus de contagion. Tout État qui voulait placer lui aussi des bons du Trésor sur des marchés libéralisés était forcé de s'aligner sur les pratiques américaines.

Le décloisonnement externe et interne des systèmes nationaux, précédemment fermés et compartimentés, a conduit à l'émergence d'un espace financier mondial. La libéralisation et la déréglementation n'ont pas supprimé les systèmes financiers nationaux. Elles les ont intégrés de façon « imparfaite » ou « incomplète », dans un ensemble qui a plusieurs particularités. Il est très fortement hiérarchisé : le système financier des États-Unis domine les autres en raison tant de la place du dollar <sup>10</sup> que de la dimension des marchés obligataires et boursiers américains. Il est marqué par une carence des instances de supervision et de contrôle, sur laquelle tous les spécialistes s'accordent, même s'ils portent des jugements différents sur le [26] degré de cette carence et les solutions à lui apporter. Enfin, la configuration géopolitique des marchés, ainsi que leur interconnexion internationale, sont assurées par

<sup>10</sup> Voir le chapitre de Suzanne de Brunhoff.

les opérateurs financiers. Ce sont leurs appréciations qui décideront l'appartenance de tel pays aux réseaux à des degrés qui diffèrent d'un compartiment à l'autre (changes, obligations, actions, etc.).

L'intégration internationale des marchés financiers nationaux a résulté de leur décloisonnement réglementaire et a été facilitée par leur interconnexion en temps réel. Mais le contenu effectif de cette intégration résulte de façon concrète des décisions prises et des opérations effectuées par les gestionnaires de portefeuille les plus importants et les plus internationalisés <sup>11</sup>. La personnification des « marchés » (leur anthropomorphisme) n'est pas triviale. Elle exprime simultanément au moins trois dimensions de la montée en puissance de la finance. La première concerne le mouvement d'autonomisation relative de la sphère financière par rapport à la production, mais surtout face à la capacité d'intervention des autorités monétaires. La seconde a trait au caractère fétiche, parfaitement mystificateur, des « valeurs » créées par les marchés financiers. La troisième renvoie au fait que ce sont les opérateurs qui délimitent les contours de la mondialisation financière et qui décident quels agents économiques, appartenant à quels pays et pour quels types de transactions, y participeront.

Dans la configuration de la mondialisation financière, le capital de placement américain a une position à part en raison tant de la place du dollar que de la dimension et la sécurité des marchés financiers américains. Ceux-ci sont à la fois une base à partir de laquelle le capital américain opère dans les autres marchés financiers et le lieu vers lequel les capitaux oisifs, l'épargne des fonds de pension non américains et les patrimoines des classes riches du monde entier convergent. Pour autant, la participation des autres grands pays au processus mondialisé de

<sup>11</sup> L'expression « mondialisation du capital » est celle qui correspond le plus exactement à la substance du terme anglais « globalisation ». S'agissant de la production et de la commercialisation, le terme « globalisation » traduit la capacité stratégique du grand groupe d'adopter une approche et une conduite « globales » portant simultanément sur les marchés à demande solvable, les sources d'approvisionnement et la localisation de la production industrielle. Dans la sphère financière, la même chose vaut pour les opérations des investisseurs financiers, la composition de leurs portefeuilles d'actifs (devises, obligations, actions et produits dérivés) et les arbitrages qu'ils opèrent entre différents instruments financiers, compartiments des marchés et pays où ils se placent.

valorisation financière ne peut pas être tenue [27] pour négligeable. Les banques européennes ont tout de suite occupé une place centrale dans les consortiums de créanciers auxquels les pays débiteurs du tiers monde ont été confrontés. Plus tard, fort de l'appui des sociétés d'assurances prêtes à couvrir les risques, elles ont prêté massivement aux banques asiatiques avant de refuser de les refinancer au moment de la crise, qu'elles ont aggravée. Elles ont ensuite participé activement à la privatisation et à la « dénationalisation » des systèmes bancaires en Amérique latine et plus récemment en Europe de l'Est. Elles ont fourni un tremplin à la participation de premier plan des entreprises européennes, dont des entreprises encore publiques, dans la privatisation des grands services publics en Amérique latine <sup>12</sup>.

Classiquement, les auteurs distinguent trois éléments constitutifs dans la mise en place de la mondialisation financière : la *déréglementation* ou libéralisation monétaire et financière, le *décloisonnement* des marchés financiers nationaux et la *désintermédiation*, à savoir l'ouverture des opérations de prêt précédemment réservées aux banques à tout type d'investisseur institutionnel. Ce sont les trois « D » dont la portée a été analysée notamment par Bourguinat [1992]. Il y a une interaction et un enchevêtrement profonds entre les trois processus. La mondialisation financière renvoie autant au « décloisonnement » *interne* entre différentes fonctions financières et différents types de marchés (marchés des changes, des crédits, des actions et obligations), qu'à l'interpénétration *externe* des marchés monétaires et financiers nationaux et leur intégration dans des marchés mondialisés. Le décloisonnement externe a porté successivement sur la libéralisation des marchés de change, l'ouverture du marché des titres publics aux opérateurs étrangers et l'ouverture de la Bourse aux entreprises étrangères. Le décloisonnement interne, quant à lui, a ouvert la voie à une déspecialisation progressive des banques au nom de la concurrence et de la liberté d'entreprise. C'est le troisième « D », la « désintermédiation » qui permet aux institutions financières non bancaires d'accéder aux marchés en tant que prêteurs. Ce sont elles dont la croissance a été particulièrement spectaculaire depuis le début de la déréglementation financière. Enfin, le mouvement de libéralisation et

<sup>12</sup> Voir le chapitre d'Esther Jeffers.



de décloisonnement a également été marqué par la création de nombreuses [28] formes nouvelles de placement de liquidités financières (ce qu'on nomme les nouveaux « produits financiers »), à mesure que la levée des règlements et contrôles nationaux antérieurs a ouvert la voie aux « innovations financières ».

Même pour de grands pays industriels, la libéralisation externe et interne de leurs systèmes financiers et la désintermédiation ont été la source de graves problèmes. Le Japon en est un exemple notoire <sup>13</sup>. Pour les pays dits « émergents » (désignation qui s'est substituée à celle de « nouveaux pays industrialisés » ou NPI <sup>14</sup>), les problèmes posés ont été infiniment plus graves.

La libéralisation et la déréglementation de leurs systèmes financiers se sont faites à marche forcée, sous la direction du FMI et de la Banque mondiale et sous la pression politique des États-Unis <sup>15</sup>. Les marchés financiers « émergents », qui ont été ouverts aux opérations du capital financier à partir du début des années 1990, sont à distinguer des places financières aguerries comme Hong Kong et Singapour nées comme relais de la City dans le cadre de l'ancienne zone sterling. Il peut s'agir de places financières nouvelles comme dans certains pays du Sud-Est asiatique et en Chine. Dans d'autres cas, il s'agit en fait de marchés financiers anciens (comme en Argentine), qui ont connu, à la suite de la crise de 1929, un régime de contrôle stricte des mouvements de capitaux. Les États-Unis, le FMI et leurs alliés et représentants locaux formés dans les universités américaines selon le credo et les recettes néolibérales, ont tout mis en œuvre pour obtenir des gouvernements le décloisonnement des marchés financiers des NPI, le passage à la titrisation de la dette publique et la formation dans ces pays de marchés obligataires domestiques interconnectés avec les marchés financiers des pays du centre du système. Les marchés « émergents » n'ont jamais accueilli, même avant la crise mexicaine de 1995, plus de 15 % des capitaux mondiaux cherchant à se placer en conservant un degré de liquidité élevé (FMI, 1995). Les fonds de pension et les *mutual funds* américains y ont fait des placements en actions, mais les obligations ont continué à y représenter la part la plus importante de leurs portefeuilles

<sup>13</sup> Voir le chapitre de Marianne Rubinstein.

<sup>14</sup> Pour une interprétation de ce changement sémantique, voir Dufour [1999].

<sup>15</sup> Sgard [2002, chapitre 1] en a exposé les conditions politiques opaques.



de titres. La liquidité des marchés y est faible, l'une des raisons étant la [29] préférence des classes possédantes autochtones pour les placements à Wall Street <sup>16</sup>.

L'intégration dans le régime de mondialisation financière « incomplet et imparfait », de pays dont les systèmes étaient précédemment fermés et dont les dirigeants sont à la fois peu formés aux subtilités de la finance de marché et rompus aux méthodes de la corruption politique, a eu pour résultat de créer des systèmes financiers très fragiles [Chesnais, 2000a ; Aglietta et Orléan, 2003]. Aussi a-t-on vu les chocs financiers, souvent provoqués de façon immédiate par les retraits brutaux des investisseurs étrangers, se propager de façon contagieuse, porter atteinte à des fonctions essentielles du système financier, en premier lieu les mécanismes de création de crédit, et s'étendre très vite vers la sphère de la production et des échanges. D'autres États ou territoires formellement souverains ou autonomes se sont vu assigner la place de paradis juridiques et fiscaux. Les entreprises et les particuliers fortunés peuvent y organiser l'évasion du fisc et les fonds provenant du commerce de la drogue et de toutes les activités mafieuses y entamer les premières phases critiques du blanchiment [de Maillard, 1998 ; *L'Économie politique*, 1999 ; ATTAC, 2000].

## Un régime spécifique de propriété du capital

[Retour à la table des matières](#)

Le socle théorique défendu ici identifie derrière différentes formes de financement, dont le rôle et l'ampleur sont bien plus circonscrits qu'on le dit généralement, une configuration spécifique de la propriété capitaliste, à savoir la propriété patrimoniale. Celle-ci est dominée par la figure du propriétaire-actionnaire, et plus précisément encore de

<sup>16</sup> Voir le chapitre de Mamadou Camara et Pierre Salama, mais aussi celui de Gérard Duménil et Dominique Lévy qui donnent des estimations chiffrées pour les flux afférents aux placements rentiers des classes possédantes latino-américaines.

l'actionnaire institutionnel possesseur de titres d'entreprise <sup>17</sup>. La position occupée par la propriété boursière du capital met entre les mains des propriétaires-actionnaires (disposant en même temps d'effets de la dette publique qui font des gouvernements leurs [30] « débiteurs ») les moyens d'influer la répartition du revenu dans deux dimensions essentielles : celle de la distribution de la richesse produite entre salaires, profits et rente financière, et celle de la répartition entre la part attribuée à l'investissement et la part distribuée comme dividendes et intérêts - cette part étant soit consommée, soit allouée à la « thésaurisation moderne » où les capitaux sont captifs de la finance et redirigés continuellement vers des placements en titres.

La thèse défendue ici soutient que les détenteurs d'actions et de volumes importants de titres de dette publique doivent être définis comme des propriétaires situés en position d'extériorité à la production et non des « créanciers ». Le régime d'accumulation contemporain, au moins tel qu'il existe aux États-Unis, a été caractérisé comme étant « patrimonial » [Aglietta, 1999]. Le mot renvoie à des rapports économiques et sociaux dont le terme « créancier » ne rend pas compte. Un patrimoine désigne une propriété mobilière et immobilière qui a été accumulée et dirigée vers le « rendement ». Les phases initiales de l'accumulation financière ont été dominées par les prêts aux États, de sorte que les syndicats de banques internationales se sont dressés face à ceux-ci en position de « débiteurs ». Cela ne suffit pas pour justifier l'abandon du terme keynésien de rentier <sup>18</sup>. Le terme « créance »

<sup>17</sup> Il ne faut pas sous-estimer l'importance des patrimoines financiers familiaux. Une étude d l'Union des banques suisses (UBS) révèle que 45 % des sociétés qui figurent dans l'indice CAC 40 de la Bourse de Paris sont contrôlées par des familles. Voir « Familles, la Bourse vous aime », *Le Monde*, 19 octobre 2003, supplément Argent.

<sup>18</sup> À la fin de la *Théorie générale*, au moment de prendre position en faveur d'un « taux de l'intérêt beaucoup plus faible que celui qui a régné jusqu'ici », Keynes écrit que « cet état de choses serait parfaitement compatible avec un certain degré d'individualisme. Mais il n'en impliquerait pas moins l'euthanasie du rentier et, de ce fait, l'euthanasie du pouvoir oppressif, de caractère patrimonial, du capitaliste d'exploiter la valeur conférée au capital par sa rareté. L'intérêt ne rémunère aujourd'hui aucun sacrifice véritable, pas plus que la rente du sol » [édition française, p. 391]. Ce passage est de moins en moins cité. Pourtant le terme utilisé par Keynes et par Kalecki dans les

renvoie au prêt, dont la banque est la figure tutélaire et où la « finance », sous forme du crédit, engendre des relations directes entre la banque et les bénéficiaires du prêt dont la base est un financement effectif. L'institution centrale de la finance est le marché secondaire de titres qui ne connaît que des actifs déjà émis, dont les effets de financement, s'il y en eut, appartiennent au passé. Le gestionnaire de portefeuille intervient sur ces marchés pour y placer de l'argent en titres et il jauge le résultat de ses placements. Lorsqu'elle existe, son activité de financement se fait dans des cadres institutionnels autres que les marchés financiers. Les [31] plus importants sont le *business angel* et le *venture capital* où des moyens financiers sont mis à la disposition directe d'inventeurs ou de capitalistes individuels innovants, sur lesquels l'investisseur financier fait un pari. Les marchés obligataires lui permettent de ne jamais connaître les débiteurs des emprunts. Son problème n'est pas de savoir sur « qui tombera le mistigri <sup>19</sup> », mais de savoir si les marchés demeureront liquides. Lorsqu'elles subsistent formellement, les relations de crédit sont subordonnées à la finance de marché financier. Pour faire face à la désintermédiation définie plus haut, les banques ont « redéployé leurs activités pour devenir des intermédiaires de marché » [Aglietta et Orléan, 2003, p. 243] à l'instar des autres investisseurs institutionnels. Pour peu qu'on analyse les « facteurs de changement en termes de logiques financières », force est de caractériser le crédit, notamment international, comme un mécanisme de captation et de centralisation de flux de revenus, donc une institution fort proche de la définition du rentier donnée par Keynes.

La propriété patrimoniale crée des droits à revenus sous la forme de loyers, de rentes du sol (urbain ou rural) et de flux de revenus afférents aux placements boursiers. La finalité n'en est ni la consommation, ni la création des richesses moyennant l'élargissement des capacités de production, mais le « rendement ». La propriété patrimoniale s'accompagne de différentes stratégies d'investissement financier. L'une est celle mise en œuvre par l'actionnaire dit « minoritaire », qui

années 1930, repris plus tard par Joan Robinson [1956, livre V], rend mieux compte de la réalité des rapports économiques que celui de créancier.

<sup>19</sup> Le terme est de Giraud [2001], qui magnifie l'importance de la finance dans le cycle de production et de circulation des marchandises et en gomme les dimensions d'appropriation de valeur et de ponction rentière.

fait usage des opportunités fournies par le marché des titres d'entreprise (la « Bourse ») pour exercer une forme radicale du droit de propriété, dont l'aboutissement est souvent la mort des entreprises. Devenue « marché pour le contrôle des entreprises », la Bourse met leur existence et celle des salariés entre les mains de gens dont Keynes disait qu'ils se comportent comme si un cultivateur, « après avoir tapoté son baromètre au petit déjeuner, pouvait vers dix ou onze heures retirer son capital de l'exploitation agricole, puis envisager plus tard dans la semaine de l'y investir de nouveau » [Keynes, 1949, p. 166]. Nous y revenons plus loin. D'autres stratégies de gestion financière, qui peuvent être poursuivies parallèlement à la précédente, choisissent des formes de [32] valorisation relevant de la définition donnée par Kaldor [1939] de la spéculation en tant que transaction sur une marchandise « où le mobile [...] est l'anticipation de gain naissant d'un changement de prix et non un avantage tenant à l'usage du bien, à une transformation quelconque ou à un transfert d'un marché à un autre ».

On est face à une logique économique où de l'argent thésaurisé acquiert, en vertu des mécanismes du marché secondaire de titres et de la liquidité, la propriété « miraculeuse » de « faire des petits ». Le « capitalisme patrimonial » est celui où la thésaurisation stérile représentée par le « bas de laine » fait place au marché financier doté de la capacité magique de transformer l'argent en une valeur qui « rend <sup>20</sup> ». Ici Marx est incontournable : « Dès qu'il est prêté ou s'il est investi dans l'entreprise, dès qu'il rapporte un revenu distinct du profit d'entreprise, l'intérêt pousse (à l'argent) que son propriétaire dorme ou veille, soit chez lui ou en voyage, de jour comme de nuit. Le vœu pieux du thésaurisateur se trouve réalisé dans le capital porteur d'intérêt. » Ses « économies », son « épargne » ont acquis « la propriété de créer de la valeur, de rapporter de l'intérêt (ou d'engranger des dividendes et des plus-values boursières), tout aussi naturellement que le poirier porte des poires » (*Le Capital*, livre III, chapitre XXIV).

La réticence qu'il y a aujourd'hui à caractériser le capital de placement en se servant du terme rentier, et même à tirer les pleines implications de l'adjectif « patrimonial », tient pour une part bien sûr au choix politique fait par certains pays en faveur des systèmes de

<sup>20</sup> Pour le terme « thésaurisation » et ses liens avec la « préférence pour la liquidité », voir Keynes [1936, fin du chapitre XII et chapitre XV].

retraites par capitalisation et à la place que les fonds de pension occupent dans le capital de placement financier à l'échelle mondiale. Les fonds de pension accumulent des cotisations perçues sur des salaires et des traitements et leur but déclaré est d'assurer aux salariés, devenus des retraités, une pension régulière et stable. Il s'agit donc d'institutions qui centralisent, dans le cadre de régimes privés de retraites d'entreprises, une forme d'épargne dont les revenus salariaux (au sens large) représentent la source initiale. Le paiement de pensions à l'aide de revenus tirées de la propriété patrimoniale financière ne donnent pas à celle-ci une légitimité telle qu'il faudrait abandonner la théorie de la rente. À cela il y a au moins deux [33] raisons. La première tient au fait que les retraites peuvent être assurées autrement que par les régimes privés de retraites d'entreprises ou l'épargne salariale [Friot, 1998 et 1999]. Le choix en faveur de ces systèmes a été et est plus que jamais un choix politique, choix en faveur des marchés financiers dont on connaît aujourd'hui les conséquences [Husson, 2003]. De la même façon que Keynes oppose la gestion de l'« épargne commune » par les pouvoirs publics à l'exploitation de sa « rareté » par le capital rentier, on peut opposer les systèmes de retraite par répartition qui n'ont pas eu besoin de marché financier pour remplir leur fonction aux retraites de marché financier soumis aux aléas du « casino <sup>21</sup> ».

La seconde raison tient à l'alchimie propre à la centralisation financière. Entre les mains des gestionnaires, l'épargne accumulée se mue en capital. Cette mutation place les fonds de pension au premier rang des institutions financières non bancaires, la fonction étant de faire fructifier ce capital en en maximisant le rendement, tout en lui assurant un degré élevé de liquidité. Il se produit un changement dans la nature économique de l'épargne, dont la portée sociale et les implications politiques ne peuvent pas être esquivées. Les salariés retraités cessent d'être des « épargnants » et deviennent, le plus souvent sans qu'ils en aient une claire conscience, parties prenantes d'institutions dont le

<sup>21</sup> « Lorsque dans un pays le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir dans des conditions défectueuses. Si l'on considère que le but proprement social des Bourses est de canaliser l'investissement nouveau dans les directions les plus favorables, on ne peut guère revendiquer le genre de succès obtenu par Wall Street comme un éclatant triomphe du laissez faire capitaliste » [Keynes, 1949, p. 174].

fonctionnement repose sur la centralisation de revenus fondée sur l'exploitation des salariés au travail, aussi bien dans le pays où le système de pension par capitalisation a été créé que dans ceux où des placements et des spéculations seront réalisés. Les plans d'épargne salariale font de leurs bénéficiaires des individus déchirés dont la personnalité sociale est éclatée, d'un côté celle de salariés et de l'autre de membres auxiliaires des couches rentières de la bourgeoisie [Séminaire marxiste, 2001c]. Ambivalence dont les oligarchies financières et politiques des pays capitalistes avancés sont pleinement conscientes et qu'elles cherchent à exploiter au maximum.

[34]

## L'extériorité de la finance par rapport à la production

[Retour à la table des matières](#)

Est-il encore possible d'opposer la « finance » à l'« industrie », ou plus précisément de trouver des groupes industriels dont les décisions ne soient pas subordonnées aux impératifs du capital de placement ? Est-il encore possible d'élaborer une théorie de l'accumulation qui puisse faire abstraction des demandes des actionnaires relatives au partage du profit ? L'opposition entre « finance » et « industrie » renvoie à deux distinctions interconnectées mais séparées. La première est celle entre le « capitaliste actif » ou l'« entrepreneur » et le « financier » qu'on trouve chez Marx et Keynes [1936, chapitres XII et XXII/2] aussi bien que chez Schumpeter <sup>22</sup>. La seconde est celle entre les actionnaires-propriétaires et les managers qui a été développée notamment à partir des travaux de Berle et Means [voir Lazonick, 1991 et O'Sullivan, 1998].

Le rapprochement entre la « finance » et l'« industrie » a longtemps été pensé dans le cadre de la théorie de l'« interpénétration » développée par Hilferding. Celui-ci a proposé le terme « capital

<sup>22</sup> Schumpeter traite des rapports entre les entrepreneurs et les financiers-banquiers dont le rôle est d'être leurs auxiliaires et rien de plus dans la *Théorie de l'évolution économique* [1912].



financier » pour désigner la forme de capital qui se constitue, à partir de la dernière décennie du XIX<sup>e</sup> siècle, à la suite de l'entrée des grandes banques dans le capital de la grande industrie allemande. La théorie de l'interpénétration entre capital industriel et capital de prêt a des effets politiques importants en termes de concentration de pouvoir, au plan national et international. L'intérêt des marxistes pour ces aspects, qui sont l'un des piliers de la théorie de l'impérialisme, les a conduit à passer à côté d'une question dont l'enjeu est considérable.

Cette question est celle de la distance de la finance par rapport aux activités de production et d'investissement au sens large (technologie comprise), celle du regard fortement étranger qu'elle pose sur ce qui constitue le cœur de l'activité productive. Les bases en sont pourtant présentes chez Marx. Dans le livre III du *Capital*, il pose une théorie de l'« autonomie » de la finance<sup>23</sup> qui s'accompagne d'une problématique de son « extériorité à la production ». Les capitalistes financiers [35] partagent avec les propriétaires terriens qui ne cultivent pas leurs terres mais en confient la gestion à des fermiers, le trait rentier consistant à se placer en position d'extériorité à la production<sup>24</sup>. Parlant des prêts aux entreprises, l'intérêt est défini par Marx comme « de la plus-value obtenue par la simple possession du capital (puisque) son possesseur reste en dehors du procès de production ; l'intérêt est donc produit par du capital retranché de son procès » (*Capital*, III, chap. XXIII, pp. 39-40). Dès qu'il y a développement ou réémergence de la Bourse et montée ou remontée en force des propriétaires-actionnaires, ce

<sup>23</sup> Pour Marx, à la suite de l'accumulation financière, « une partie du profit brut se cristallise et devient autonome sous forme d'intérêt ». Alors, « la classe des capitalistes financiers s'oppose [aux capitalistes industriels] comme une catégorie particulière de capitalistes, le capital financier comme une sorte de capital autonome et, enfin, l'intérêt comme la forme indépendante de la plus value qui correspond à ce capital spécifique ».

<sup>24</sup> Lordon lui porte son attention. Un trait central des rapports contemporains entre « finance » et « industrie » est « le degré d'extériorité, ou de distance des créanciers à la division du travail » [Lordon, 2003, pp. 36-37]. Notons en passant que le terme « créancier » pose à l'auteur quelques difficultés puisqu'il est forcé de faire une distinction assez tranchée entre « le créancier-actionnaire (qui) ne maintient qu'un lien instrumental et indifférencié avec l'industrie de son débiteur, considérée comme un pur moyen et sans autre sens que la production de la plus-value financière » et « la relation de crédit (qui) atténue la distance, notamment si elle est personnalisée, voire partenariale ».

« retranchement » crée un problème très sérieux. Une fois passée l'époque héroïque des « grands barons d'industrie » dont Henry Ford fut le dernier représentant, le capitalisme américain a été contraint d'y trouver une parade. La réponse aux dangers que le « retranchement » fait peser sur l'accumulation industrielle a été le puissant manager technocrate privé, bénéficiaire d'une délégation de pouvoir presque complète des propriétaires-actionnaires, ayant une grande liberté pour investir et pour financer la recherche-développement (R&D) à partir des profits retenus. C'est cette figure dont Burnham, Galbraith et Chandler ont fait la théorie. Avec le recul, on comprend à quel point la victoire temporaire du manager (une longue parenthèse de près d'un demi-siècle) n'a été qu'un sous-produit de l'affaiblissement considérable des propriétaires-actionnaires rentiers intervenu à la faveur de la crise de 1929.

La restauration du pouvoir de la finance a eu deux résultats dont les conséquences pour la reproduction même du capital en longue période ne peuvent pas encore être appréciées, mais qui doivent être mis en évidence. La première est la poussée [36] formidable de la centralisation du capital<sup>25</sup>, comprise comme processus national et international (notamment transatlantique) qui résulte des fusions et acquisitions (F&A) orchestrées par les investisseurs financiers et leurs conseils. La seconde concerne la façon dont la finance a réussi à loger l'« extériorité à la production » au cœur même des groupes industriels. Il se pourrait que ce soit l'un des traits les plus originaux de la contre-révolution sociale contemporaine. À partir des années 1980, les propriétaires-actionnaires ont déployé une énergie et des moyens juridiques ou quasi juridiques considérables pour se subordonner les managers-industriels et les transformer en gens ayant intériorisé les priorités et les codes de conduite nés du pouvoir du marché boursier. La transformation de celui-ci en marché des entreprises comme telles et la possibilité donnée aux « actionnaires minoritaires » de se défaire de celles dont les performances ne les satisfont pas en ont été les leviers. En tant que délégués des propriétaires-actionnaires et afin de répondre à leurs attentes de rendements, les gestionnaires des fonds de pension et de placement financier doivent obtenir des entreprises dont ils sont

<sup>25</sup> On trouvera une discussion des rapports entre la centralisation et la concentration, ainsi qu'un état des lieux de la situation de 1996-1997 dans Chesnais [1997]. Il faudrait que l'état des lieux soit remis à jour totalement.



les actionnaires « minoritaires » stables, des niveaux de rendement très élevés (les 15 % de rendement sur fonds propres dont la valeur nominale en Bourse des actions est une composante). Les nouveaux managers doivent se soumettre à la rhétorique, sinon à la réalité de cette exigence. Maîtrisant les arcanes des marchés financiers et de l'industrie des services financiers, il n'a fallu qu'une courte décennie avant que les nouveaux managers s'adaptent à la « gouvernance d'entreprise » si bien qu'ils puissent se jouer des procédures. Le « pouvoir managérial » est plus fort que jamais au sein des entreprises, mais il se fixe des objectifs très différents de ceux de la période précédente. Le manager-financier se coule dans le moule de la finance et exploite la liberté permise par la « virtualité » de la finance. Il a vite fait de contourner la surveillance dont il est en principe l'objet. Mais ses priorités sont très différentes de celle du manager-industriel auquel il a succédé. Les groupes sont dirigés par des gens pour lesquels le niveau des cours boursiers l'emporte sur toute autre considération. Le [37] contrôle de la *corporate governance* a souvent été déjoué, mais les valeurs de la finance ont triomphé <sup>26</sup>.

Les salariés ont été les vraies victimes de l'arrivée des propriétaires-actionnaires. C'est à leur encontre que s'exerce le pouvoir managérial de nouveau type. Ce sont eux qui ont subi, et qui vont continuer à subir, en dehors d'événements politiques et sociaux majeurs, les effets des normes de rentabilité imposées par les financiers. Dans les années 1990, le socle matériel du taux de rendement de 15 % sur fonds propres a été un taux de croissance des profits en tendance de 8 % à 9 % [Commissariat général du Plan, 2002]. La rigueur salariale, la flexibilisation de l'emploi [voir Cappelli *et al.*, 1997, pour l'exemple américain], ainsi que le recours systématique au travail bon marché et peu protégé au moyen des délocalisations et de la sous-traitance internationale, ont permis ce mouvement.

L'exemple de Keynes sur ce que donnerait la gestion d'une exploitation agricole selon les critères du marché boursier a été cité plus

<sup>26</sup> Lordon [2003, p. 45-46] estime que « la comédie de la soumission est la modalité dominante de la communication financière (de l'industriel) », (mais) que « la contrainte de la finance patrimoniale mord bien sur ses stratégies ». Celle-ci a été intériorisée si fortement que je ne suis pas sûr qu'on puisse encore dire (p. 34) que le capital soit « déchiré entre conatus entrepreneurial et conatus patrimonial ».

haut. Il peut être étendu. L'innovation et les processus d'apprentissage et d'accumulation technologiques longs exigent dans beaucoup d'industries une gestion des firmes avec des temps de maturation longs. Ceux-ci sont contradictoires avec le temps de l'investisseur financier dont l'extériorité à la production et les priorités font courir des dangers sérieux à l'innovation et donc aux sources de la productivité. Deux séries de facteurs, les uns communs à tous les groupes quelle que soit leur nationalité et les autres propres aux États-Unis, sont venus en contrecarrer dans l'immédiat les effets. Les premiers tiennent aux opportunités très importantes offertes aux groupes en matière de domination des salariés par la libéralisation des échanges et des investissements directs. Celle-ci leur a permis d'organiser la délocalisation des sites de production et la création de vastes systèmes de sous-traitance internationaux (les *global production networks*) permettant d'exploiter le travail d'une main-d'œuvre qualifiée (parfois même très qualifiée) dans des pays à bas ou très bas salaires pour la production de biens et même de services qui seront vendus dans les pays avancés [Pottier, 2002 et UNCTAD, 2002]. L'exploitation des [38] écarts de valeur et de prix entre pays ne porte pas sur les matières premières, mais sur le prix d'achat de la force de travail et les taux de rendement permis par l'absence de réglementation du travail, du droit de se syndiquer et de protection sociale. Les filiales à l'étranger et les réseaux de sous-traitance sous-tendent les profits et la valeur actionnariale<sup>27</sup>. Elles créent aussi dans les pays d'origine des groupes les conditions de forte pression pour tenter d'imposer aux salariés les « réformes » qui organisent la régression sociale [Husson, 2003].

Les facteurs propres aux États-Unis sont des expressions de l'hégémonie américaine et des privilèges qu'ils s'arrogent en tant que puissance dominante. Ils incluent l'afflux massif et continu d'étudiants, mais aussi de chercheurs confirmés venant de l'étranger. Les pays périphériques, mais aussi des pays appartenant à la Triade, ont subi au profit des États-Unis une fuite des cerveaux, parallèle et sans doute d'une gravité encore supérieure, à la fuite des capitaux [Kogut, 2000]. Si la R&D du secteur des entreprises s'est bien portée de nouveau à partir de 1995, c'est pour une part un effet mécanique de la reprise

<sup>27</sup> Dans leur chapitre, Gérard Duménil et Dominique Lévy donnent les estimations chiffrées pour les États-Unis.

cyclique [Guellec et Ionadis, 1997], et pour une autre la conséquence du transfert progressif par les grands groupes européens d'une partie de leurs capacités et de leurs dépenses de R&D aux États-Unis<sup>28</sup>. Mais il faut aussi souligner le rôle essentiel des dépenses publiques. Celles financées par les ministères de la Défense et de l'Énergie, mais aussi par celui de la Santé et les National Health Institutes, auxquels la recherche médicale est adossée. Le financement public est l'une des sources principales des recherches dont émanent les start-ups. C'est sur l'argent des contribuables et sur l'emprunt public que le capital de risque tant vanté prend appui.

## Une croissance mondiale très lente, concentrée sur un très petit nombre de foyers

[Retour à la table des matières](#)

Le bilan de la libéralisation, de la déréglementation et de la privatisation (pas seulement des mouvements de capitaux bien [39] sûr, mais aussi des échanges et des investissements directs) peut être abordé de deux manières. Il peut être apprécié à l'aune des promesses faites par les apologues du néolibéralisme en matière de croissance, d'emploi et de bien-être. Dans ce cas, mesuré par les performances macroéconomiques mondiales et les indicateurs mondiaux du développement, le bilan de la libéralisation est mauvais sinon désastreux. Mais on peut aussi soutenir que le véritable objectif du néolibéralisme, dont la « révolution conservatrice » de Margaret Thatcher et de Ronald Reagan a été l'expression, était de remettre le pouvoir et la richesse aussi pleinement que possible entre les mains de la fraction supérieure des classes capitalistes et les institutions où se concentre sa capacité d'action<sup>29</sup>. Compris de cette manière, force est de constater que le néolibéralisme a atteint ses objectifs pleinement, puisqu'il y a eu un très fort bond dans la concentration de la richesse. Se pose alors la question de savoir si ce succès n'a pas été acquis dans

<sup>28</sup> La part des groupes étrangers dans le financement propre de R&D du secteur des entreprises est passé de 9 % en 1987 à 15 % en 1997, voir Dalton *et al.* [1999].

<sup>29</sup> Voir plus bas le chapitre de Gérard Duménil et Dominique Lévy.

des conditions qui pourraient rendre la domination retrouvée des classes supérieures et des pays qui leur servent de bastion, peu viable dans le long terme, parce que fondée sur des bases économiques étroites et instables. Si tel était le cas, on serait alors face à une situation propice à l'accentuation du militarisme comme au renforcement des méthodes de contrôle politique et social militaro-sécuritaires au plan international comme au niveau domestique <sup>30</sup>.

Les politiques néolibérales n'ont pas inversé le sens des taux de croissance mondiale. Elles ont même été contemporaines de la poursuite de leur fléchissement. Celui-ci est allé de pair avec l'accentuation des divergences des taux de croissance. L'économie capitaliste a toujours connu le développement inégal, mais la croissance de la période 1955-1975 a été marquée par une tendance à la convergence au plan international. Les années 1990 ont été caractérisées par le retour à une configuration de développement inégal avec une concentration de la croissance dans deux zones seulement. Si l'on prend l'indicateur de croissance annuelle du produit mondial par habitant, qui est un indicateur sérieux de l'état de la production de la richesse bien qu'il masque les effets de sa distribution, très inégale, le constat est le suivant : alors que ce taux avoisinait 4 % entre 1960 et 1973, puis tombait à 2,4 % entre 1973 et 1980, il n'a plus été que de [40] 1,2 % entre 1980 et 1993 pour ne plus remonter par la suite. Face à la croissance démographique, le taux annuel moyen de croissance du produit mondial n'a été que de 2 % au long de la décennie 1990. La série statistique longue publiée par l'OMC [2003] en montre la chute régulière. Il était supérieur à 7 % entre 1963 et 1973, avant de tomber à 3 % entre 1973 et 1990, puis à un peu plus de 2 % entre 1990 et 1999. Un autre indicateur que les économistes considèrent comme crucial est celui du taux de croissance de la production industrielle. Or dans les pays de l'OCDE, c'est-à-dire les plus riches, on a assisté à un fléchissement continu de ce taux. Il est tombé de près de 6 % au début des années 1960 à 2 % au cours des années 1990.

Une bonne partie de l'explication de ces résultats se trouve du côté de la répartition dans ses deux déterminations - division entre salaires et profits et, à l'intérieur des profits, entre la part non distribuée et réinvestie et la part distribuée en intérêts, dividendes et « restitution de

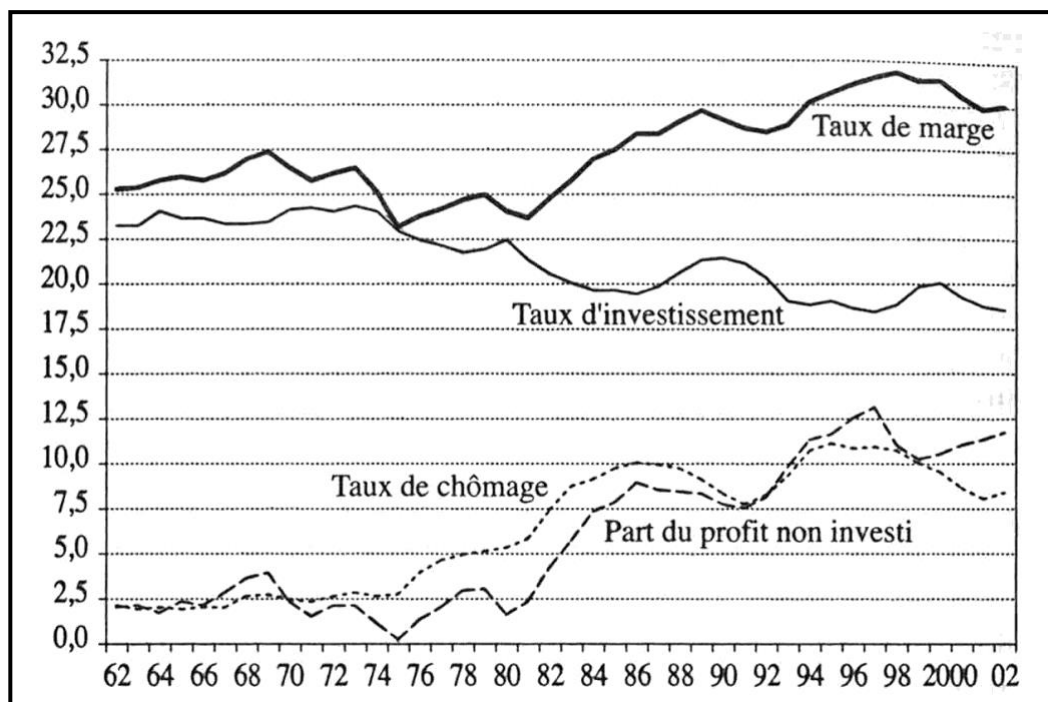
<sup>30</sup> Voir le chapitre de Luc Mampey et Claude Serfati.

valeur » aux actionnaires, notamment par rachat des actions. L'investissement est la variable déterminante de la croissance en longue période. Dans le secteur privé, il est financé par les profits retenus. Le taux de profit nécessaire à la réalisation des normes de la « valeur pour l'actionnaire » conduit à écarter tous les projets d'investissement qui ne garantiront pas le taux exigé. Lorsque la participation des salaires aux résultats de la production baisse et que la part des profits réservée à l'investissement diminue également, le taux d'investissement est doublement atteint - par le tassement de la consommation des salariés comme par la faible propension à investir. Le taux de croissance est lent et le chômage monte. Comme la figure 2 le montre, c'est précisément une baisse conjuguée à la fois des salaires et de la part des profits réservée à l'investissement qui a marqué la macroéconomie de l'Europe dans les années 1980 et 1990.

Ce mouvement n'est pas propre à l'Europe. Ainsi que le montrent Duménil et Lévy (voir en particulier la figure 2 de leur chapitre), il y a aussi eu une chute du profit retenu dans les entreprises aux États-Unis, de même qu'une baisse de l'investissement, qui s'est interrompue seulement lors du boom de la seconde partie des années 1990. C'est ici qu'il faut parler de la forte inégalité des taux de croissance entre pays et en particulier de l'« exception américaine ». Dans les années 1990, l'économie mondiale n'a connu que deux foyers de croissance. L'un a été situé en Asie du Sud-Est et a duré jusqu'au déclenchement [41] de la crise en 1997, l'autre aux États-Unis jusqu'au krach du Nasdaq au printemps 2001. La croissance des pays de l'Asie du Sud-Est a reposé sur une production destinée principalement à être écoulee sur les marchés extérieurs et a été dopée par l'afflux de capitaux étrangers en quête d'investissements et de placements rentables. Puisqu'elle s'est faite dans le contexte d'une faible croissance du reste du monde, exception faite des États-Unis, elle a été marquée par une très forte concurrence. Les exportations fondées sur une compétitivité-prix ont d'abord ravi des marchés à d'autres pays producteurs de biens similaires, devenant un obstacle à leur croissance, avant d'être un facteur de propagation de crise entre pays voisins en Asie et ensuite de transmission de pressions déflationnistes vers l'ensemble de l'économie mondiale.

**Figure 2.**

## Profit, investissement et chômage en Europe



Source : Michel Husson [2003] à partir des données OCDE et Eurostat.

Les États-Unis sont le seul pays dans lequel le régime d'accumulation financiarisé commandé par le capital de placement a été aussi un « régime de croissance ». Les conditions particulières en ont été soulignées [Séminaire marxiste, 2001b]. La croissance qu'ils ont connue entre 1996 et 2001 a été basée pour une part sur une reprise de l'investissement. Cela a donné au départ un substrat tangible à la « nouvelle économie ». Mais l'accumulation de capital a eu pour particularité de se faire sans [42] redressement du taux de profit retenu des sociétés américaines. La réalisation d'investissements longtemps différés a été soutenue par les effets de stimulation importants résultant de la baisse du prix des biens d'investissement incorporant les technologies informatiques ainsi que de l'amélioration de la productivité, notamment du capital. Mais, comme le montrent Duménil et Lévy dans leur article, il s'est accompagné d'une poursuite de la chute de la courbe du profit retenu. Le renouvellement des équipements du secteur privé a été financé en bonne partie par les capitaux étrangers,

notamment sous forme d'investissements directs faits par les entreprises européennes et japonaises <sup>31</sup>.

## L'hypothèse d'une « insatiabilité » de la finance

[Retour à la table des matières](#)

La macroéconomie mondiale porte ainsi la marque de contradictions et d'impasses originales, propres à une configuration du capitalisme placée sous la domination économique et sociale du capital de placement. Les contradictions du capitalisme ont toujours plongé leurs racines dans les rapports sociaux fondés sur la propriété des moyens de production et dans l'obligation faite à la majorité de la population de vendre (ou de chercher à vendre) sa force de travail sur le marché du travail (de se porter « demandeur d'emploi », expression qui souligne bien la relation de dépendance). C'est le cas aujourd'hui comme cela l'était hier. Ceci posé, les contradictions capitalistes « classiques » ont longtemps résulté du dynamisme de l'accumulation, se manifestant sous la forme de chutes du taux de profit consécutives à des phases d'accumulation rapide (attribuables tant au surinvestissement qu'à une hausse passagère des salaires) ou encore à des crises de surproduction. Ces pathologies n'ont pas disparu, mais elles ont été contenues et étouffées sous l'effet combiné de stratégies oligopolistiques industrielles soucieuses de ne pas créer des surcapacités trop fortes <sup>32</sup>

<sup>31</sup> Voir les données dans les chapitres de Gérard Duménil et Dominique Lévy et Esther Jeffers.

<sup>32</sup> Une exception de taille a été fournie par les groupes de l'industrie des télécommunications et leurs équipementiers. Dans l'euphorie des privatisations et de la bulle au Nasdaq, ils se sont lancés à partir de 1998 dans des investissements nouveaux et des acquisitions qui ont eu un rapport toujours moindre avec l'état réel du marché. L'éclatement de la bulle boursière a révélé l'ampleur des surcapacités et de l'endettement des groupes. La seconde conduite déviante vient de groupes industriels qui se battent pour entrer dans l'oligopole mondial. Pour tenter d'y parvenir, ils sont contraints de faire des investissements à une échelle qui représente un risque pour eux-mêmes comme pour l'ensemble de l'oligopole. Les surcapacités créées par les groupes coréens dans les années 1990 en ont fourni un parfait exemple. Il



et de politiques étatiques [43] anticycliques, dont le pivot a été à peu près chaque fois la politique de création massive de crédit par la Fed. Elles se combinent avec des contradictions et des processus antagoniques supplémentaires, dont l'origine est d'un côté une accumulation non pas forte mais lente, et de l'autre ce que je nommerai à titre d'hypothèse une « insatiabilité » de la finance quant au niveau de ses prélèvements. La possibilité qu'on soit en présence de quelque chose de ce genre a été évoquée par d'autres chercheurs. Blanqué [2002, p. 13] rappelle aux investisseurs qu'une « économie ne peut donner aux marchés (financiers) que ce qu'elle a ». De son côté, Lordon [2001, p. 80] a vu dans certaines des techniques employées pour soutenir les cours boursiers qui ont nourri la bulle du Nasdaq, une expression de la « contradiction entre valorisation financière exigée et valorisation économique possible, la surcroissance financière comblant l'écart entre rentabilité actionnariale demandée et capacités objectives de profitabilité des actifs économiques sous-jacents ».

La propension du capital de placement à demander à l'économie « plus qu'elle ne peut donner » est une conséquence de son extériorité à la production. Elle est l'une des forces motrices de la déréglementation du travail comme des privatisations. Mais elle tend aussi à façonner la société contemporaine dans l'ensemble de ses déterminations. Dans le cadre de la mondialisation capitaliste contemporaine dont la finance est l'une des forces motrices les plus fortes, l'autonomie qui paraît caractériser le mouvement d'accumulation du capital, ou si l'on préfère la prédominance que l'économie paraît avoir par rapport à toutes les autres sphères de la vie sociale, s'accroît de façon qualitative. Tous sont sommés de « s'adapter » aux exigences de « l'économie » et d'accepter que soient réagencés les traits fondamentaux de la société sans considération pour les positions sociales « acquises » par le passé et sans ménagement pour les « habitus » issus de l'évolution antérieure. D'où ce cheminement parallèle entre des formes d'expropriation dans les pays « émergents », qui renvoient à la brutalité quasi sans médiation de l'accumulation primitive, et des modalités très sophistiquées de modulation des rapports sociaux (en termes de gestion des [44] ressources humaines ou de gestion et conformation de l'imaginaire collectif par le biais

a fallu l'impact de la crise des économies voisines pour qu'elles soient révélées dans toute leur ampleur.



télévisuel) pour les reproduire sous une forme de soumission à l'ombre de la « dictature » des marchés financiers.

Le caractère insatiable de l'appétit des actionnaires, des gestionnaires et des sociétés spécialisées de l'industrie financière se trouve évidemment à la base des scandales financiers qui se sont succédé depuis celui d'Enron en Europe autant qu'aux États-Unis. Ceux-ci n'en ont pas moins une situation qui leur est propre. Les États-Unis ont construit leur croissance en partie sur l'importation de capitaux et de produits à bas prix. L'hypothèse que les relations aux traits prédateurs qu'ils ont avec le reste du monde est peut-être devenue l'un des ressorts de leur politique diplomatique et militaire doit donc être soulevée.

Dans les grands foyers d'accumulation financière où il n'a pas été possible de compenser, à l'instar des États-Unis, la baisse du taux de profit retenu par l'importation de capital de l'étranger, l'extension des privatisations des services publics et des systèmes de retraite représente le pilier des politiques de soutien et d'alimentation des marchés financiers. Dans l'Union européenne, le rétablissement du taux de rentabilité des groupes a été obtenu par l'accentuation continue des pressions sur les salariés au moyen de la délocalisation des usines, accompagnée à quelques exceptions près de stratégies de production et de prix fondées sur une appréciation de l'état des capacités et un ajustement des volumes de production aux tendances étales ou déclinantes de la demande. Les groupes européens ont procédé aussi aux formes d'internationalisation de la production définies plus haut. Mais ce sont les privatisations des entreprises de service public et une accentuation des processus de privatisation des systèmes de retraite et de santé qui ont été la colonne vertébrale des politiques gouvernementales de soutien des marchés financiers. Pour le capital de placement en quête de flux de revenus stables, il n'y a pas de meilleur investissement que les industries de service public privatisées. Les ménages qui se sont habitués au gaz, à l'électricité, au téléphone, sont des « consommateurs captifs » et des « vaches à lait », sources de revenus réguliers absolument sûrs. Les anciennes entreprises publiques sont des actifs d'autant plus attractifs que l'État y a fait, avec les impôts de la collectivité, de très importants investissements qui assureront des rendements sans avoir à être renouvelés avant de longues années. L'autre exigence majeure est le démantèlement [45] des systèmes de

retraite par répartition de sorte que les sommes très élevées qui échappent aux marchés financiers cessent de leur échapper. Il faut donc créer des fonds de pension et là où il y a résistance, il faut commencer par introduire ou étendre les systèmes d'épargne salariale pour les couches les plus stables de salariés. Dans les pays où les retraites privées ont été établies, il s'agira de liquider les systèmes à prestations définies et d'obliger les salariés à supporter les risques boursiers de l'épargne qu'ils auront confiée à des gestionnaires.

## Les crises financières

[Retour à la table des matières](#)

Le cours de la mondialisation financière a été marqué par une succession de crises financières dont les effets économiques et sociaux se sont aggravés chaque fois. Il est impossible d'en avoir une compréhension correcte et complète à moins de les relier à ce mouvement incessant de la finance pour tenter de forcer le rythme de l'appropriation de la richesse susceptible d'être drainée vers les centres financiers. La racine des crises financières, mais aussi de façon plus générale ce qu'on nomme la fragilité systémique, se trouve dans le montant extrêmement élevé des créances sur la production future auquel les possesseurs d'actifs financiers estiment pouvoir prétendre <sup>33</sup>, ainsi que dans la « course au résultat » à laquelle les gestionnaires des fonds de pension et de placement financier doivent se livrer.

Dans un contexte de croissance lente au regard du montant des capitaux qui cherchent à se valoriser en placements, il est inévitable que des crises graves éclatent sous la forme de « crises financières » attribuables à la seule spéculation ou à une « instabilité systémique » congénitale. Puisqu'elles ont pour théâtre initial les marchés de change et de titres, leur degré de gravité dépendra de facteurs tenant *inter alia* à l'organisation des pays et des marchés où elles éclatent (par exemple le montant des réserves financières et la compétence des teneurs de marché) ; à l'aptitude des autorités monétaires à intervenir en temps voulu et à créer des moyens monétaires nécessaires pour soutenir la

<sup>33</sup> Un indicateur est le rapport des actifs financiers nominaux au PIB (voir les commentaires de la figure 1).

liquidité ; ou encore aux comportements des investisseurs agents (sont-ils attachés à la défense de ce « bien [46] commun » qu'est pour eux, en principe au moins, la liquidité des marchés financiers les plus importants, ou mus au contraire exclusivement par des motifs agressifs de spéculation-prédation. Mais en arrière-plan, on trouvera presque toujours l'« insatiabilité » de la finance.

Étudiant les comportements des investisseurs institutionnels, Orléan [1999] et Aglietta et Orléan [2003] ont souligné le besoin qu'ont les investisseurs institutionnels de trouver des repères collectifs (des « conventions »), ainsi que le mimétisme dont ils font preuve. À bien des égards, les comportements grégaires des investisseurs traduisent tout bonnement la pénurie des placements rentables et sûrs. Il y en a tellement peu que les investisseurs institutionnels sont forcés de s'y précipiter, tous ou presque tous, en même temps. Dans certains cas, la formation d'une convention a au départ un socle rationnel situé dans la production ou l'innovation, comme ce fut le cas au départ de la vague d'investissement des technologies de l'informatique. Mais les investisseurs peuvent aussi se lancer collectivement dans des tentatives pour combler l'écart entre les possibilités de l'économie et les attentes des marchés qui relèvent de la fantasmagorie propre à l'argent, qui se croit doué de la capacité d'engendrer des profits tout seul <sup>34</sup>.

Sous l'effet de la désintermédiation financière et de la concurrence des investisseurs institutionnels, les banques comme les sociétés d'assurances sont poussées à prendre de plus en plus de risques. Les banques ont développé des comportements à hauts risques et les sociétés d'assurances font des opérations sur produits dérivés relevant complètement de la spéculation. C'est pourquoi les crises financières ont très souvent pris depuis le début de la libéralisation la forme de « crises jumelles » [Jeanne, 2003], c'est-à-dire de crise à la fois dans un ou plusieurs marchés financiers (les changes, les bons du Trésor, les actions) et dans le système bancaire, qui répercute ensuite la crise financière de façon brutale vers le système productif. Ce qui est en cause est la désintermédiation comme telle. Puisque de puissants

<sup>34</sup> Parlant des niveaux de rentabilité demandés des fonds propres, Lordon [2000, pp. 80-81] remarque que la nécessité en « est si forte qu'elle emporte la collectivité des investisseurs, qui se donne raison à elle-même de (les) exiger [...] alors même que l'économie réelle est incapable de les soutenir véritablement ».

intérêts et l'architecture même de la libéralisation financière interdisent qu'on y touche, il faut s'attendre [47] à ce que les travaux des comités de la BRI à Bâle aient les plus grandes difficultés à aboutir à des accords et que ceux-ci soient très difficilement appliqués.

Les crises dont les « pays émergents » ont été le théâtre portent de façon particulièrement fortes le sceau de l'« insatiabilité » de la finance. En mal de placements, les investisseurs institutionnels, mais aussi les grandes banques s'y sont précipités. Ils ont contribué à une croissance en partie effective, mais aussi largement factice ou fondée sur des bases très fragiles<sup>35</sup>. Lorsque les choses se sont gâtées, ils ont pris la fuite. Le nombre de ces crises, depuis la première au Mexique en 1995, et leurs effets dévastateurs doivent être mis en rapport avec l'impact de la libéralisation et de la déréglementation des échanges et des privatisations sur les structures économiques et les systèmes productifs de ces pays. Les investisseurs institutionnels semblent avoir considérés l'incorporation de ces pays dans la mondialisation financière, mais aussi leur soumission complète aux autres volets de la politique néolibérale, comme indispensables à la captation des flux de revenus qui leur sont nécessaires. La violence des crises financières et leur vitesse de propagation vers la production et l'emploi dans chaque pays et entre pays voisins par la voie de la contraction des échanges et de la baisse des prix, ne s'expliquent pas uniquement par des facteurs tenant à la faiblesse des autorités financières, ni même par les comportements des investisseurs considérés hors du contexte plus large de la libéralisation qu'ils ont contribué à créer. Les crises financières ont invariablement été les révélateurs de situations économiques dégradées ou artificielles. Autrement elles n'auraient pas pu se propager si vite vers l'ensemble du système productif. En Amérique latine (Mexique, Argentine) et en Asie (Thaïlande, Indonésie, Philippines), on a assisté à la formation chaque fois de déficits commerciaux élevés, doublés d'une dégradation de la balance courante sous l'effet du service des intérêts de la dette et des rapatriements de profits par les STN [Hochraich, 2002]. En Argentine la violence de la crise financière a été à la mesure de la désindustrialisation, du chômage et de la pauvreté provoquée par la politique ultralibérale [Chesnais et Divès, 2002]. En Thaïlande et ailleurs, elle a été préparée par des investissements

<sup>35</sup> Voir le chapitre de Mamadou Camara et Pierre Salama.

immobiliers démesurés et d'autres « mauvaises allocations de capital ». En Corée par la suraccumulation que la [48] libéralisation financière a permis aux banques coréennes de financer [*Cambridge Journal of Economics*, 1998].

Il faut aussi parler du détonateur des crises en question, qui est révélateur des exigences imposées par le capital de placement. Elles ont pratiquement toutes eu comme point de départ immédiat la dévaluation de la monnaie, rendue inévitable par le déficit commercial. La dévaluation est un instrument de politique économique attribut élémentaire de la souveraineté, mais elle a comporté un décrochage de l'« ancrage » de la monnaie nationale par rapport au dollar <sup>36</sup>. Elle a été donc interprétée par les investisseurs comme l'annonce de grandes incertitudes précipitant leur fuite et avec celle-ci l'effondrement financier. À partir de 1999, les investissements se sont accommodés à la situation née de l'adoption par les pays « émergents », sous les instructions du FMI, du régime de changes flottants. Les flux d'investissement de portefeuille indispensables pour combler le déficit courant de nombreux pays émergents, notamment en Amérique latine et assurer l'équilibre comptable de la balance des paiements, sont monnayés à des taux très supérieurs aux taux en vigueur aux États-Unis (ce qu'on nomme les *spreads*), tandis que le FMI fait signer aux gouvernements des « lettres d'intention » où ceux-ci s'engagent à aggraver l'austérité budgétaire et accélérer les privatisations <sup>37</sup>.

<sup>36</sup> La libéralisation financière s'est accompagnée partout de l'adoption de taux de change ancrés au dollar. Pour venir se placer dans un pays à monnaie faible, les investisseurs financiers exigent des garanties de rentabilité et de sécurité qui incluent l'ancrage de la monnaie locale selon un taux de change fixe avec une grande monnaie internationale, presque toujours le dollar. L'abandon de l'ancrage est reçu comme un signe à la fois de crise grave et de défiance.

<sup>37</sup> Voir le chapitre de Mamadou Camara et Pierre Salama.

## Conclusion

[Retour à la table des matières](#)

L'analyse du capital de placement nous confronte à une forme spécifique de propriété capitaliste. La « finance » et son lourd cortège de conséquences sont indissociablement liés à la valorisation patrimoniale et à l'institution de la « liquidité » qui lui donne l'une de ses assises les plus fortes. On ne peut porter remède à leurs effets à moins de s'attaquer aux rapports sociaux qui les sous-tendent. La propriété patrimoniale est adossée à des intérêts très puissants qui sont déterminés à en assurer la [49] pérennité. Les principales sinon les seules victimes du krach du Nasdaq, de la chute de la Bourse de Wall Street et des faillites frauduleuses d'Enron et d'autres ont été les anciens salariés qui se croyaient possesseurs de plans d'épargne ou de systèmes de retraites leur garantissant une vieillesse décente. En revanche le capital de placement et l'« industrie financière » qui gravitent autour de lui n'ont pas été sérieusement touchés. Il faudra un krach d'une tout autre ampleur pour que ce capital soit affaibli au point de reculer comme il a dû le faire en 1936 lors du New Deal. Et même alors, il s'est agi d'un recul, non d'un affaiblissement définitif et encore moins d'un écrasement pouvant mettre fin à la propriété privée des moyens de production qui est le fondement ultime du pouvoir de la finance [Bihr et Chesnais, 2003]. Depuis la réémergence des marchés boursiers dans toute leur force, le département du Trésor et la Fed ont fait ce qu'il fallait à chaque occasion - 1987, 1995, 1998, 2001 - pour créer les liquidités et autres moyens nécessaires pour endiguer les crises. Ils continueront à le faire même si cela contrevient formellement aux théories professées <sup>38</sup>.

Le problème beaucoup plus grave auquel l'économie capitaliste paraît être confrontée est celui qui résulte des très mauvaises performances mondiales en matière d'investissement et de croissance en longue période et des liens qu'elles ont avec la macroéconomie des

<sup>38</sup> Celle en particulier de l'« aléa moral » (moral hazard), qui condamne les opérations de sauvetage financier en tant qu'elles renforcent le sentiment d'impunité chez les intervenants dans les marchés financiers.

États-Unis <sup>39</sup>. L'hégémonie des États-Unis, si forte qu'elle soit, ne leur permettra pas d'échapper indéfiniment aux effets en retour de la faible croissance mondiale, dont les causes relèvent des questions soulevées dans ce chapitre comme dans ceux qui suivent. Mais un changement de cap, avec la mise d'un autre régime d'accumulation sera extraordinairement difficile. Les États-Unis ont partie liée avec le capital de placement comme nul autre pays. Ils sont profondément marqués par la vision du monde qui est propre au capital financier et à la propriété patrimoniale. L'« exception américaine » des années 1990 a accentué les différences entre leur « mode de [50] vie » et celle des autres pays et a renforcé une vision très particulière de leurs relations au reste du monde. C'est ce que les justifications données pour la non-signature du traité de Kyoto ou les réactions aux attentats du 11 septembre ont révélé. Il est difficile de dire la part exacte que le krach du Nasdaq et la récession de 2001-2002 ont eu dans la conduite de la politique militaire et diplomatique des États-Unis. Force est de se demander cependant comment ceux-ci pourraient réagir dans une situation de difficultés économiques et financières que la Fed n'arriverait plus à maîtriser. D'autres chapitres de ce livre posent la même question : le monde du capital de placement financier et des relations internationales impérialistes qui l'accompagnent n'est-il pas celui de tous les dangers ?

Il est impossible de conclure sans parler des pays situés à la périphérie de l'aire de la finance mondialisée. Celle-ci a sonné le glas des expériences de développement reposant sur un degré, limité mais réel, de souveraineté économique, qui avaient pu être menées à la faveur de la décolonisation et des guerres de libération nationale des années 1945-1973. La « dette du tiers monde » a été un puissant levier permettant d'imposer les politiques d'ajustement structurel, d'austérité budgétaire et de libéralisation et de privatisation à tout crin. Rien n'est plus sélectif qu'un investissement ou un placement en quête de

<sup>39</sup> Mais aussi avec le régime international de protection de la propriété intellectuelle, qui s'est formé par extension du droit interne des États-Unis et qui a été imposé lors du traité de Marrakech établissant l'OMC. Il représente une source de flux de revenus importants pour les pays d'origine de la recherche industrielle. Mais il est surtout un puissant blocage à l'innovation dans les pays « émergents ». Voir en anglais, May, 2001 et Perelman, 2002 et en français Revue d'Économie industrielle, 2002.

rentabilité maximale. La sélectivité a été encore aggravée par la croissance mondiale très lente, conduisant à une différenciation accrue des situations entre continents et entre pays. En dehors des pays qui possèdent des matières premières dont les pays industriels ont encore besoin, ceux qui intéressent les STN et les actionnaires-proprétaires sont ceux comme la Chine et l'Inde qui leur offrent une main-d'œuvre qualifiée (ou même très qualifiée), très disciplinée et très bon marché. Ici encore le nombre de pays qui attire les investissements est en nombre d'autant plus restreint que les besoins du capital sont limités par la faiblesse générale de l'accumulation. Les autres sont marginalisés. Nous avons donc assisté à la réapparition dans les pays pauvres des pires fléaux de malnutrition, voire de famine, de maladies et surtout de pandémies dévastatrices. Ces fléaux ne sont pas plus « naturels » que ne l'est la montée des chômeurs, des précarisés, des sans-logis dans les pays de l'OCDE. Ils ne peuvent être considérés comme extérieurs aux processus examinés plus haut.



[51]

**La finance mondialisée...****Chapitre 2**

---

**“L’instabilité monétaire internationale.”****Par Suzanne de Brunhoff**[Retour à la table des matières](#)

La mondialisation financière semble aujourd’hui aller de soi, en raison de la libre circulation des capitaux et de leur centralisation sur de puissants marchés financiers interdépendants. Depuis les années 1990, 1 000 milliards de dollars circulent chaque jour entre les banques spécialisées dans les opérations de change, et dont environ 25 % correspondent à des échanges commerciaux ou à des investissements réels de clients non bancaires. Ce gonflement des opérations financières sur les monnaies est une source d’instabilité des taux de change dans le régime monétaire international actuel. Les devises fortes aujourd’hui dominantes dans les transactions internationales, dollar des États-Unis, euro, yen japonais, ont entre elles des rapports de changes « flottants », c’est-à-dire en principe déterminés par le marché, et les variations de leurs prix respectifs sont cotées chaque jour. Les monnaies de moindre importance ont des régimes de change fixes, ou administrés, principalement par rapport au dollar. Ce qui est parfois appelé le « système monétaire international » est non seulement diversifié, mais hiérarchisé, autour d’une monnaie de référence. C’est une seconde source d’instabilité des changes. Quand l’hégémonie du dollar est contestée, les opérateurs de marché spéculent sur la baisse de la monnaie américaine par rapport à l’euro et au yen.

Les régimes de change en vigueur répondent à des règles ou des conventions internationales qui codifient les relations entre [52] monnaies nationales. Tout en ayant diverses formes, depuis le XIX<sup>e</sup> siècle, ils ont constamment été structurés par les principales puissances capitalistes, émettrices des monnaies les plus importantes pour le commerce, les crédits et la finance internationaux et autour d'un pays centre émetteur d'une devise de référence mondiale. Ce fut le cas du régime de changes fixes de l'étalon-or entre 1880 et 1913, au centre duquel se trouvaient la Grande-Bretagne et la place financière de Londres. On disait alors que la livre sterling anglaise était aussi bonne que l'or. Ce fut encore le cas du régime de changes fixes après la Seconde Guerre mondiale, entre 1948 et 1971, autour du dollar des États-Unis, ou *gold-dollar standard*.

L'épuisement de ce second régime de changes fixes, et son remplacement par un régime de changes flottants entre les principales monnaies capitalistes, n'ont cependant pas mis fin à l'hégémonie du dollar comme étalon monétaire international. Cette situation est mal analysée par les économistes orthodoxes dont les théories intègrent difficilement le rôle de la monnaie dans leur construction de prix d'équilibre et de concurrence de marché, et qui méconnaissent le rôle monétaire des États. De ces conceptions dominantes on distingue les idées hétérodoxes comme celles de J.M. Keynes, qui tiennent compte de certaines contradictions entre la circulation nationale des monnaies et leur circulation internationale. Les idées marxistes sur l'impérialisme des grandes puissances éclairent aussi les conditions de la hiérarchie entre monnaies nationales, et l'impossibilité de promouvoir une monnaie mondiale unique de caractère stabilisateur. Elles aident à comprendre la signification de l'instabilité monétaire internationale, et les discussions sur l'hégémonie du dollar au début du XXI<sup>e</sup> siècle.

## Problèmes théoriques des taux de change

[Retour à la table des matières](#)

Les taux de change fluctuent constamment. Quand ils sont relativement stables (dans le cas de changes fixes), la variation porte sur quelques centimes, sauf en cas de crise monétaire. L'instabilité des cours de change, constatée en régime de changes flottants, désigne des variations importantes, jusqu'à plus ou moins 15 %, comme celles du dollar en mark allemand, (en vigueur avant l'euro) mesurée par trimestre, entre 1975 et 1990 [Plihon, 1999, p. 41]. Ou celles du dollar en euro, [53] monnaie unique de douze États européens depuis janvier 1999. À ses débuts, un euro s'échangeait contre 1,17 dollar. Son taux de change a ensuite baissé, jusqu'à 0,90 dollar. Depuis le début de 2002, nouvelle hausse de l'euro, entre 1,05 et 1,29 dollar. Ces fortes variations ont aussi affecté le yen par rapport au dollar. Or cet affaiblissement du dollar ne correspond pas à des changements de ce qui est couramment considéré comme « fondamentaux » économiques : l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués dans les différents pays, entre les taux de hausse des prix des produits nationaux, ou entre les taux de croissance des économies. Il faudra donc chercher ailleurs que dans ces « fondamentaux » les raisons de l'affaiblissement du dollar, et celles de son maintien paradoxal comme étalon de fait, sinon de droit. Les conceptions orthodoxes présentées ici ne peuvent répondre à ce problème, qui est par contre traité par les auteurs hétérodoxes.

### *Les conceptions orthodoxes : taux de change et pouvoir d'achat des monnaies*

L'économiste suédois Cassel a, dès 1917, posé le problème de la détermination des taux de change en relation avec l'économie « réelle ». Le régime de l'étalon-or qui avait fonctionné entre 1880 et 1913 avait disparu pendant la Première Guerre mondiale, qui avait ruiné et lourdement endetté les pays belligérants européens, enlevant à la City de Londres et à la monnaie britannique leur rôle phare. Comment concevoir une nouvelle référence commune permettant d'établir un

taux de change d'équilibre entre monnaies nationales, si celles-ci n'étaient plus définies ni convertibles en or ?

Chaque monnaie avait un pouvoir d'achat défini dans sa sphère domestique, et calculable par des relevés statistiques des prix des biens, ces « *tabular standards* » proposés dès 1875 par Jevons. Il ne s'agissait pas de remplacer l'or par un nouvel étalon monétaire international, mais de définir des relations de change d'équilibre entre monnaies à partir de leur pouvoir d'achat domestique sur des biens de consommation identiques, et librement accessibles sur le marché. Le pouvoir d'achat des monnaies nationales est ici défini comme l'inverse du niveau des prix, domestiques, soit  $1/P$ , conformément aux théories quantitatives du « prix » de la monnaie.

[54]

Cassel propose de choisir un bien, ou un panier de biens, identique partout, qui devrait donc avoir le même prix dans les différents pays, s'il n'y avait qu'une seule monnaie internationale, ou si le taux de change entre les monnaies corrigeait les différences des prix en monnaies nationales. C'est la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, PPA (*Purchasing Power Parity*, ou *PPP*). Le taux de change d'équilibre entre monnaies nationales,  $E$ , est alors défini de la façon suivante :  $E = P/P^*$ . Il y aurait ainsi une « loi du prix unique » sur un marché universel de biens identiques, parfaitement intégré par la concurrence. Cette « loi » suppose que les monnaies nationales sont des unités de compte purement nominales par rapport aux vraies grandeurs économiques que sont les biens réels.

La conception de la PPA est restée influente. Ainsi, l'hebdomadaire britannique *The Economist* l'utilise périodiquement pour calculer des taux de change d'équilibre entre monnaies nationales. Son indice « Big Mac » confronte les prix nationaux du hamburger, bien réel international, aux taux de changes courants de l'euro ou du yuan par rapport au dollar. Selon la PPA, il devrait y avoir des taux de change d'équilibre entre ces monnaies, qui refléterait un prix unique du hamburger à New York, Berlin ou Pékin. Cependant ici c'est le prix en dollars du hamburger qui sert de référence initiale. Les autres monnaies nationales sont alors considérées comme « sous-évaluées » ou « surévaluées » par rapport au pouvoir d'achat du dollar. Il ne s'agit pas seulement de l'usage commode d'une unité de compte internationale.

Si le prix en dollars d'un bien est la référence de la PPA et des taux de change d'équilibre, c'est qu'on attribue à la monnaie américaine un rôle d'étalon international, sans en analyser les conditions.

### *Une conception monétariste de la monnaie et du régime des changes*

La conception du « prix » de la monnaie comme l'inverse du niveau général des prix est inhérente à toutes les théories quantitatives de la comparaison du pouvoir d'achat des monnaies. Une interprétation moderne en a été donnée par le monétarisme de Milton. Friedman, après la Seconde Guerre mondiale. Or dès 1953, Friedman préconisait l'adoption d'un régime de changes flottants, qui selon lui assurerait les grands équilibres économiques beaucoup mieux que tout système de changes fixes mis [55] en œuvre par les États. L'articulation des deux se fait par la rationalité économique attribuée aux seuls agents privés.

La conception de Friedman n'a pas eu d'effets directs sur les politiques monétaires des grands pays capitalistes, sauf peut-être en Allemagne. Friedman préconisait de régler l'offre de monnaie, émise par les Banques centrales, sur la demande de monnaie, relativement stable, des agents économiques privés. Selon ses calculs statistiques de longue période, cette demande augmente régulièrement aux États-Unis d'environ 4 % par an, en relation avec l'augmentation des revenus et de la richesse des ménages. Pour assurer la stabilité des prix, l'offre de monnaie devrait aussi augmenter de 4 % par an. Cette recommandation n'a pas été suivie. En revanche, la politique monétaire internationale des États-Unis a été fortement influencée par les idées de Friedman.

Selon son principe de rationalité des comportements monétaires privés, Friedman [1968] pense que le seul régime international de changes fixes valable a été celui du « véritable étalon-or », entre 1880 et 1913. Car les agents privés pouvaient alors librement convertir en or leurs avoirs en monnaie nationale ou en monnaies étrangères. Les Banques centrales répondaient passivement aux demandes privées de conversion. Cela eut un effet intégrateur puissant sur les monnaies nationales définies en or, et convertibles en cette monnaie par les agents privés. Dans ce régime, peu importait qu'il y eût différentes monnaies

nationales, dollar, livre sterling ou franc français. Ce n'était que des étiquettes apposées sur l'unique véritable monnaie, l'or. Cette intégration monétaire faisait que l'équilibre des balances de paiement entre les pays ne posait pas de problèmes, car il était automatiquement assuré par les opérations privées sur le marché de l'or. La spéculation sur les monnaies a toujours un rôle stabilisateur, pourvu que l'État en respecte le libre jeu. Tout différent, dit Friedman, est le régime de changes fixes instauré après la Seconde Guerre mondiale. L'or n'est plus qu'une référence officielle via le dollar américain, et non une monnaie privée. Ce « pseudo-étalon-or » a un caractère artificiel et un rôle perturbateur dans les échanges internationaux de biens et d'actifs. C'est lui qui fait du déficit de la balance des paiements et de l'endettement extérieur des États-Unis un problème politique indu.

Friedman préconise la suppression de ce système, et l'adoption d'un régime de changes « flexibles ou flottants », géré par [56] les seuls marchés, et donc plus stable que quand les banques centrales s'en mêlent. Or il a été un des conseillers du président américain Nixon qui a déconnecté le dollar de l'or, en 1971 mettant ainsi fin au régime de *gold-dollar standard* instauré après la Seconde Guerre mondiale. Cette décision américaine unilatérale a été ratifiée en 1973 par les principales puissances capitalistes européennes, et par le Japon, tout en donnant lieu à une concurrence entre grandes devises et à la recherche de nouveaux compromis.

Pour rassurer les Américains qui craignaient un affaiblissement de la puissance du dollar déconnecté de l'or, Friedman avait développé avec cynisme des arguments nationalistes. Ainsi, disait-il, peu importe la dette américaine vis-à-vis d'un État créateur des États-Unis. Ou bien cet État doit accumuler des dollars dont les États-Unis ne sont plus responsables. Ou bien il adoptera lui aussi un régime de changes flottants : dans les deux cas, dit Friedman, « nous sommes gagnants ». Il évoque la possibilité de la formation d'une « zone dollar » de changes flottants où il y aurait une intégration des monnaies par les seuls marchés, et où les problèmes de déséquilibres des balances des paiements entre pays participants disparaîtraient. Néolibéralisme et nationalisme de grande puissance : Milton Friedman fut un précurseur des politiques américaines conservatrices et de leur acharnement doctrinal.

### *Les conceptions hétérodoxes des taux de change*

Les conceptions hétérodoxes rompent avec les postulats théoriques du monétarisme, marché autorégulateur et spéculation stabilisatrice. Elles abandonnent aussi la théorie de la PPA qui compare les monnaies nationales selon leur pouvoir d'achat sur un bien réel supposé homogène dans un marché mondial concurrentiel. Leur analyse de l'étalon des prix monétaires nationaux et internationaux montre le caractère indispensable des institutions étatiques, et les rapports entre les différents États au cours d'une période donnée.

Les prix monétaires sont définis, de façon légale, par une unité de compte, dollar, yen ou euro, qui sert d'étalon sur le territoire national. Un tel étalon n'est pas du même ordre disait Keynes, que le mètre étalon en platine qui est la référence universelle de la longueur dans le système métrique. Mais il ne peut pas être purement nominal, ou conçu comme un numéraire [57] par rapport à l'équilibre des prix relatifs des biens. Marx avait indiqué que dans les pays ayant rattaché leurs monnaies à l'or, dont il faisait la « monnaie universelle », les monnaies nationales étaient définies en or par des étalons nationaux qu'imposaient les États sur leurs territoires. L'activité des institutions est inhérente aux rapports de change entre les monnaies.

La recherche menée par Keynes [1930] sur les étalons monétaires nationaux et internationaux, peu connue, est rappelée ici. Keynes pense que la monnaie n'a pas de valeur intrinsèque, et il utilise la conception orthodoxe des « *tabular standards* » héritée de levons. Cependant il rejette la théorie quantitative de la monnaie et celle de la PPA : toutes les deux sont « tautologiques ». Le fractionnement en monnaies nationales est analysé par Keynes en relation avec les effets d'une hiérarchie entre pays plus ou moins capables, à un moment donné, de faire prévaloir leurs intérêts nationaux dans un régime d'étalon monétaire international. Il y a deux contradictions dans un régime de changes, entre les étalons monétaires nationaux et l'étalon international en vigueur à un moment donné. L'une concerne le rapport entre étalons nationaux et étalon international, l'autre l'inégalité des nations si la plus puissante d'entre elles a les moyens de gérer l'étalon international dans son propre intérêt. Keynes tente de surmonter ces deux écueils, différences et inégalité des nations.

Un étalon monétaire national doit, selon Keynes, être fondé sur deux grandeurs. La première est traditionnelle : c'est un « *tabular standard* » ou un indice, des prix des marchandises consommées dans le pays ou « *consumption standard* ». La seconde est nouvelle : c'est le pouvoir de la monnaie de commander des unités de travail humain, ou « *earnings standard* ». Alors que le premier étalon se réfère à une conception de la valeur de caractère marginaliste, la valeur utilité, le second est inspiré par la conception monétaire d'Adam Smith (mais non par celle de Marx). Peu importe cet éclectisme : Keynes pense que l'équilibre des prix monétaires dépend de la relation entre dépenses (premier étalon) et revenus (second étalon). Or ce sont d'après lui des étalons purement nationaux. La consommation intérieure d'un pays a des normes nationales particulières. Quant à la rémunération du travail, elle est liée à l'« *efficience* » de celui-ci, qui diffère selon les pays. On ne peut donc fonder un étalon monétaire international sur la référence à un consommateur ou à un travailleur international [58] homogène, contrairement à ce que fait Cassel pour déterminer la PPA des monnaies nationales. La « loi d'un seul prix » est rejetée par Keynes.

C'est là une première difficulté pour la construction d'un étalon international. La seconde tient à l'inégalité de la position monétaire des différents pays telle que l'a révélée le fonctionnement de l'étalon-or. Avant la Première Guerre mondiale, ce régime de changes a été géré par la Grande-Bretagne dans son propre intérêt national, à partir de la position financière dominante de la City, à Londres et de celle des banques britanniques dans le crédit international. Ici Keynes ne parle pas du rôle de l'Empire britannique, sur lequel on reviendra ultérieurement. Depuis la guerre de 1914-1918, ce sont les États-Unis qui sont devenus la puissance monétaire dominante. Leur position internationale, débitrice, est devenue créditrice et l'or afflue chez eux. « Grâce à leurs immenses réserves d'or, les États-Unis peuvent obtenir l'avantage combiné d'un étalon national et international, et en outre ils répugnent excessivement à l'abandon du moindre de leurs propres pouvoirs à un organisme international » [1930, H, 336, ma traduction]. Ceci était prémonitoire : en 1944, Keynes ne parviendra pas à faire admettre par les États-Unis son projet d'une nouvelle monnaie internationale de référence, émise par une Banque supranationale.

En 1930, l'institution d'un étalon international différent des étalons nationaux, et géré par une autorité supranationale indépendante, paraît



à Keynes être aussi nécessaire que difficile à concevoir. Celui qu'il propose est, dit-il, grossier (*crude*). C'est un *tabular standard* des indices de prix de plus de soixante marchandises internationales, incluant aussi bien le blé et le riz que le charbon et le pétrole. Y référer les taux de change des monnaies nationales pourrait en atténuer les variations, selon une « loi de comportement moyen » (*average behaviour*) qui uniformiserait les réactions des différents pays, comme peut le faire tout étalon international. À condition que ce nouveau régime soit géré par une autorité supranationale et non laissé aux rapports de marché entre les pays et leurs banques.

Le rappel de cette utopie hétérodoxe a paru nécessaire. On ne la retrouve pas dans son grand livre de 1936, beaucoup plus connu. Elle présente les questions des taux de change des monnaies en relation avec deux grandes idées : la nécessité d'un étalon international qui ne soit pas la monnaie de la nation la [59] plus puissante à un moment donné, et celle de la gestion supranationale de cet étalon par une autorité supranationale. Malgré leurs lacunes, erreurs ou illusions, les idées de Keynes aident à préciser les contradictions actuelles de l'hégémonie monétaire du dollar des États-Unis.

## Relations monétaires et politiques internationales

### *Le rôle des étalons monétaires internationaux*

[Retour à la table des matières](#)

La mondialisation capitaliste tend à intégrer tous les pays selon des normes communes de marché des biens, des actifs financiers, de la force de travail, et une monnaie internationale de référence est indispensable. Mais d'autre part il ne peut pas y avoir d'État mondial émetteur d'une monnaie unique circulant sur tous les territoires nationaux. L'espace de la circulation monétaire internationale, même quand celle-ci est dominée par la mobilité du capital, reste spécifique, quel que soit le régime de changes en vigueur. L'hégémonie d'une monnaie nationale la plus importante au cours d'une période donnée -

la livre sterling (1880-1913), le dollar après 1918 et surtout depuis 1944 - n'est pas un phénomène purement économique ou financier. Elle a des fondements politiques qui reflètent les rapports de force entre nations à un moment donné, selon leurs modes d'insertion dans le capitalisme international. Les formes dans lesquelles se manifestent ces rapports de force, compromis et/ou affrontements, sont très importantes. Ainsi le marxiste américain Harry Magdoff a insisté sur la distinction des formes historiques de l'impérialisme des grandes puissances, colonisation des pays dépendants ou « contrôle informel » par la contrainte du néolibéralisme. Il peut cependant y avoir des interventions militaires néocoloniales pour reprendre le contrôle des ressources d'un pays, comme l'a montré la guerre contre l'Irak menée en 2003 par les États-Unis et leurs alliés. La distinction des formes de l'impérialisme n'est donc pas absolue.

Malgré la diversité des régimes de changes en vigueur actuellement, les mesures prises dans les différents pays ont au moins un caractère commun, la relation privilégiée entre leurs monnaies et le dollar. Il y a un « compromis hiérarchique », selon l'expression de J. Léonard, qui reflète la contradiction entre le besoin d'une référence monétaire commune des transactions [60] internationales, et le maintien de la spécificité des monnaies nationales. Une devise clé, la monnaie qui est le véhicule principal des transactions commerciales et financières internationales, sert en général d'unité de compte de référence. Et les modalités de son échange contre les autres monnaies des pays capitalistes les plus puissants, caractérisent le régime mondial de changes qui fait référence à un moment donné. C'est le cas dans le monde contemporain, où différents régimes de change coexistent. Celui des changes flottants entre grandes monnaies capitalistes, le dollar, l'euro, le yen est devenu une norme pour la meilleure insertion possible des pays dans le capitalisme mondial. Les autres régimes indiquent divers degrés de la dépendance monétaire des pays qui les pratiquent : changes flexibles administrés liés au dollar, comme en Corée du Sud ou au Brésil, changes fixes par rapport au dollar comme en Chine. Les monnaies des pays les plus faibles, notamment en Afrique ne sont pas prises en considération, même si les dettes de ces pays sont libellées en l'une des monnaies dominantes. Cependant même le régime modèle, celui des changes flottants, a lui aussi comme pivot le dollar, et sa

gestion par les marchés financiers est soutenue par les politiques des grandes puissances.

Selon Karl Polanyi, le marché des changes était, à l'époque de l'étalon-or, cogéré « par la finance internationale et les Banques centrales » des grands pays capitalistes européens (aux États-Unis ce sont les grandes banques de New York et le Trésor qui faisaient alors fonction de Banque centrale américaine). Le système international était fortement hiérarchisé. Au centre du « marché mondial du capital-argent », ainsi nommé par Nicolas Boukharine, fonctionnaient les places financières de Londres (de loin la plus importante), de Paris, de New York. Ceux des pays périphériques (Argentine, Chili, Mexique) qui avaient adopté l'étalon-or, et qui étaient emprunteurs de fonds sur ces places, étaient souvent contraints de dévaluer leurs monnaies. D'autre part, dans les grands pays eux-mêmes, l'instabilité financière se manifestait par des crises bancaires (1880, 1884, 1890, 1893, 1907), qui contrastaient avec le maintien de la stabilité des parités-or des monnaies. La concurrence économique et commerciale entre ces pays, où se concentraient alors la grande production industrielle et le capital-argent, ne passait cependant pas, à cette époque de l'« Internationale dorée », par un affrontement de leurs monnaies.

[61]

Ce compromis entre les intérêts des membres de « l'Internationale dorée » ne supprimait pas l'âpreté de la concurrence entre grands pays capitalistes. Le paradoxe, pendant cette période de 1880 à 1913, tient au contraste entre le pacifisme monétaire de l'étalon-or, et les tensions entre États capitalistes, sous diverses formes : protectionnisme commercial (à l'exception de la Grande-Bretagne favorisée par le *free trade*), rivalités impérialistes pour l'extension des territoires économiques nationaux (le « partage du monde »). Le régime de changes fixes avec étalon-or international n'a pas survécu aux déchirements de la Première Guerre mondiale, ni à l'endettement des belligérants européens, malgré les diverses tentatives de le restaurer sous des formes aménagées. Les conditions monétaires et financières de son fonctionnement ont disparu avec ses conditions économiques et politiques, entre les deux guerres mondiales, période de crise capitaliste et de nationalismes monétaires des grandes puissances.

Après la Seconde Guerre mondiale, seuls les États-Unis étaient en mesure d'imposer leur référence à l'or, au prix officiel de 35 dollars l'once, qui était le pivot du régime de changes fixes issu des accords de 1944 à Bretton Woods. Ce nouveau compromis hiérarchique visait à stabiliser les taux de changes, en évitant le désordre monétaire des années 1930 et l'impuissance ou la complicité des États par rapport à la *hot money* de la spéculation sur les devises. Les nouvelles règles de 1944 permettaient aux États membres de modérer les mouvements internationaux de capitaux, pour protéger la stabilité du change de leurs monnaies. Mais la fin de la reconstruction des puissances capitalistes européennes, principalement l'Allemagne, et de celle du Japon, ainsi que la libéralisation des marchés de l'or et du dollar, ont contribué à ébranler ce dispositif dès les années 1960. Les États-Unis ont peu à peu cessé d'avoir le rôle de grand créancier international, leur balance commerciale extérieure s'était détériorée. À la fin des années 1960, leur stock d'or avait diminué de moitié. C'est la crise du dollar comme étalon officiel qui a suscité la décision unilatérale américaine de mettre fin du régime de Bretton Woods.

Aucun nouvel arrangement international n'a officiellement remplacé l'étalon-or-dollar. Les États-Unis s'y sont constamment opposés. Pourtant, le dollar est resté la monnaie dominante jusqu'à la fin des années 1990, et il l'est encore aujourd'hui, non seulement sur les marchés financiers [62] internationaux, mais dans la gestion internationale des taux de change et dans les institutions officielles internationales. Il faut examiner de plus près cette nouvelle forme du compromis hiérarchique autour du dollar, et voir comment est gérée la contradiction entre la monnaie américaine et les monnaies nationales des grands pays, pour apprécier la stabilité relative des rapports de change en régime officiellement flottant et régulé par les agents financiers privés.

L'instabilité de la finance se traduit par celle des prix de marché des actifs financiers. Et par celle des taux de change, quand les monnaies sont l'objet de transactions financières. Cela pose le problème d'une régulation monétaire et politique propre au marché des changes flottants entre grandes monnaies. Alors qu'il n'y a officiellement ni étalon monétaire international, ni parités officielles des monnaies qui sont au sommet de la hiérarchie monétaire internationale, ce *free trade* est contradictoire. Il est la norme universelle que devraient adopter

toutes les monnaies nationales, y compris celles des pays de la périphérie. Mais c'est un régime hiérarchisé au sommet duquel figure le dollar, monnaie nationale restée le substitut d'un étalon universel. Cette contradiction est surmontée par la préservation d'un rapport de forces dominé par les États-Unis. Comme la pression néolibérale du « contrôle informel » par le *free trade* des monnaies ne suffit pas, elle s'accompagne d'une politique américaine impériale plus ou moins soutenue par les autres grandes puissances capitalistes.

### **« Dollarisation » ou monnaies régionales**

À la fin des années 1990, il a souvent été question de « dollarisation ». Cela désignait différentes formes de l'hégémonie du dollar, et son rôle central dans l'intégration mondiale des différents pays selon les normes capitalistes promues par les États-Unis. L'espace monétaire du dollar s'étend bien au-delà des États-Unis, via les opérations de change des banques internationales, les transactions des entreprises multinationales américaines, et les institutions officielles comme le FMI et la Banque mondiale.

Cette extension internationale de l'espace du dollar des États-Unis, s'est faite avec l'accord politique, consensuel ou contraint, des autres États, y compris de ceux qui ont constitué la zone euro en Europe de l'Ouest. C'est ce que désigne la [63] « dollarisation », substitut d'un régime international officiel d'étalon-dollar.

Au plan de la circulation monétaire internationale, la situation paraît simple. Le dollar est resté la principale monnaie de compte internationale des marchés et des institutions. Les deux tiers du commerce mondial sont libellés en dollars, ainsi que la plus grande partie des crédits bancaires internationaux. Sur le marché des changes, environ 80 % des transactions de change entre les banques se font par l'intermédiaire de dollars. Malgré les fluctuations de son taux de change par rapport à l'euro et au yen, et les inquiétudes qu'elles suscitent périodiquement, la monnaie américaine est restée hégémonique. Principale monnaie véhiculaire du commerce et de la finance, elle a de ce fait la première place dans les réserves en devises des banques centrales non américaines. Le dollar est aussi la monnaie la plus

demandée par les étrangers détenteurs de capital-argent, en raison des garanties politiques du droit de la propriété privée aux États-Unis, qui apparaissent comme le principal *safe haven* (port abrité) des marchés d'actifs financiers.

Les États-Unis ont constamment veillé à faire respecter la primauté de leur monnaie, quoique de façon différente suivant les périodes. On a vu plus haut l'action unilatérale de Nixon en 1971, ensuite ratifiée en 1973 par les grands pays capitalistes européens et le Japon. En 1985 et 1987, le président américain Reagan a procédé autrement. Il a demandé, aux grands pays du Groupe des 7, constitué dans les années 1970, une aide, d'abord pour faire baisser le dollar, devenu excessivement fort, puis pour limiter cette baisse. Des accords furent signés qui ont fait naître de grands espoirs chez ceux qui proposaient une gestion coordonnée des grandes monnaies. Espoirs déçus dans les années 1990. À la fin de cette période dominait ce qui a été appelé « le consensus de Washington », qui impliquait à la fois l'adoption du néolibéralisme économique mis en chantier depuis les années 1980, et l'acceptation de la hiérarchie capitaliste internationale des pays, au sommet de laquelle se trouvaient les États-Unis et le dollar.

Cependant en 1997-1998, la crise des monnaies asiatiques, dont les taux de change étaient fixés en dollars, a été un avertissement sérieux, car elle s'est produite dans des pays dits « ateliers » dépendants principalement des États-Unis, comme la Thaïlande ou les Philippines et a même sérieusement affecté la devise de Hong Kong. Déclenchée par la spéculation de grandes [64] banques occidentales, principalement américaines, qui ont brusquement annulé leurs crédits à court terme en dollars, cette crise a été gérée directement par les autorités monétaires des États-Unis, et non par le FMI. L'aide financière proposée par le Japon a été refusée. Cet épisode a nourri les discussions sur la formation de monnaies régionales susceptibles de réduire les effets néfastes de la « dollarisation ».

Le modèle était alors l'euro, monnaie régionale qui semblait susceptible de promouvoir un rapport de force convenable, avec le dollar. Il intéressait certains pays asiatiques, et des pays d'Amérique du Sud où le Brésil, l'Argentine, le Paraguay et l'Uruguay, avaient essayé de promouvoir entre eux une zone de libre-échange (Mercosur). Celle-ci aurait pu être couronnée par une monnaie régionale commune. Ce

projet était pourtant peu réaliste, en raison des diverses formes de dollarisation déjà dominantes.

D'une part la monnaie du Brésil, le real, est dépendante du dollar, monnaie en laquelle la dette extérieure brésilienne, considérable, doit être servie et remboursée. Et le commerce extérieur brésilien, même avec d'autres pays que les États-Unis, se fait en dollars. D'autre part l'Argentine, depuis 1991, avait adopté un régime de changes strictement « dollarisé » : le régime dit de *currency board*, selon lequel un peso argentin devait être égal à un dollar américain, dans la circulation intérieure du pays. Cette discipline monétaire draconienne, alors que seulement 11 % des exportations de l'Argentine étaient libellées en dollars, pour une dette extérieure de deux tiers en dollars, n'a pas résisté à la crise financière et économique argentine de la fin des années 1990.

L'idée d'une monnaie régionale commune à plusieurs pays asiatiques, comme contrepoids à l'hégémonie du dollar, n'a pas non plus progressé. Pour des raisons politiques autant qu'économiques. Malgré l'essor considérable des transactions régionales, il y a un problème de souveraineté monétaire par rapport aux puissances les plus importantes de la région, le Japon et la Chine. Le rôle pivot du yen japonais semblait proscrit à cause des mauvais souvenirs de l'impérialisme japonais dans les années 1930 et par la suite. Celui de la monnaie chinoise, le yuan, l'était aussi, notamment par la crainte d'un expansionnisme chinois. La dépendance monétaire par rapport au dollar a paru mieux assurer les souverainetés nationales que ne le ferait une monnaie régionale.

[65]

Il semble donc que la formation de monnaies régionales analogues à l'euro ne soit pas, en 2003, un élément de contestation de l'hégémonie du dollar. De plus le rôle de l'euro lui-même est contradictoire. D'une part il contribue à la cristallisation d'intérêts européens régionaux, différents ou rivaux de ceux des États-Unis. Mais d'autre part sa gestion comme devise de second rang maintient le rôle hégémonique du dollar.

### *L'hégémonie du dollar malmenée par la dette américaine ?*

Il a beaucoup été question, depuis le début des années 2000, du considérable déficit extérieur des États-Unis et de l'énorme volume de leur dette. Celle-ci n'a pourtant rien de commun avec les dettes des pays du Sud. D'une part elle est libellée en dollars, monnaie domestique des États-Unis, d'autre part elle est financée par les placements étrangers, publics ou privés, en titres américains - actions ou obligations du Trésor, investissements directs divers (achats ou création d'entreprises, etc.). Les États-Unis restent le parangon de l'eldorado capitaliste. Pourtant une crise du dollar est redoutée, notamment par la finance internationale même si celle-ci y contribue quand elle réduit ses placements aux États-Unis.

Le montant extrêmement élevé de la dette extérieure américaine fait problème. Évaluée à 3 000 milliards de dollars, en 2003, son financement nécessite une entrée quotidienne de fonds de 1,5 milliard de dollars. Cela suppose que les États-Unis restent le principal espace du crédit capitaliste mondial. La sécurité politique en est assurée non seulement par la diffusion internationale des normes de profit et de compétitivité capitalistes, mais par les rapports de force, notamment militaires qui font des États-Unis la superpuissance mondiale. Ce rôle impérial est entretenu par les multiples bases militaires américaines à l'étranger, qui n'ont nullement disparu avec la fin de la guerre froide et l'effondrement de l'Union soviétique. Quand la sécurité intérieure du territoire américain a été troublée par les attentats terroristes du 11 septembre 2001 à New York et Washington, un nouvel ennemi international est apparu. À cet anti-impérialisme barbare cimenté par un intégrisme religieux et des appels à la guerre sainte, la réponse stratégique occidentale s'est divisée. Le gouvernement américain a voulu prendre la tête d'une sainte alliance contre les « États [66] voyous » pourvoyeurs de terroristes, et ils ont déclenché la guerre contre l'Irak désigné sans preuves comme le plus dangereux. L'Allemagne, la France, la Russie, la Chine ont critiqué cette stratégie, au Conseil de Sécurité de l'ONU et n'ont pas fait partie de la coalition militaire dirigée par les États-Unis.



Pourquoi évoquer ces événements ici ? L'affaiblissement du consensus politique international entre grandes puissances n'a en principe rien à voir de façon directe avec le compromis hiérarchique autour du dollar. Cependant le besoin de financement extérieur des États-Unis s'est accru, suscitant un regain de l'interventionnisme américain en matière monétaire. Le déficit de la balance commerciale avait été, jusque-là, l'objet du *benign neglect* américain, après les épisodes reaganien de 1985 et 1987. Mais en 2003 le gouvernement américain a adopté une nouvelle ligne, celle de la nécessité d'une baisse du taux de change du dollar par rapport à l'euro et au yen pour diminuer le déficit commercial américain.

Lors d'une réunion du G7, en septembre 2003, les dirigeants américains ont demandé le soutien de leurs homologues européens et japonais. Ce qui revenait à leur demander de laisser l'euro et le yen s'apprécier par rapport au dollar. Les dirigeants européens ont donné leur accord, bien que cela fasse augmenter les prix de leurs propres exportations. Plus réticent, et davantage critiqué pour les interventions de sa Banque centrale afin de faire baisser le taux de change du yen, le Japon a aussi obtempéré. Cet accord a donné un « signal fort » aux opérateurs des marchés de change, et le taux de change du dollar a fortement baissé par rapport à l'euro et au yen. Il reflète un consensus politique fort sur la primauté des intérêts américains, alors que les exportations des pays participants au G7 peuvent être gênées, et que l'évaluation de la dette extérieure américaine en dollars dépréciés d'au moins 25 % lèse les détenteurs étrangers de titres américains.

### ***La Chine et le circuit du dollar***

Le cas de la monnaie chinoise se présente différemment. La Chine n'est pas membre du G7, mais sa dimension, son dynamisme, sa croissance, affectent les rapports de force jusque-là maîtrisés par le consensus entre grandes puissances capitalistes. L'idée d'un nouveau « péril jaune » semble se focaliser sur elle, alors qu'elle est entourée de bases militaires américaines. La [67] Chine a refusé, en 2003, d'abandonner le change fixe de sa monnaie avec le dollar, de sorte que le yuan est actuellement dit « sous-évalué », ce qui favoriserait artificiellement les exportations chinoises, et entretiendrait le déficit

commercial américain. Si la Chine acceptait de laisser flotter sa monnaie, celle-ci aurait un taux de change plus élevé, ce qui rendrait ses exportations plus coûteuses et diminuerait les déficits commerciaux américains. La monnaie chinoise est ainsi devenue un symbole de la concurrence déloyale des nouveaux capitalismes asiatiques qui se développent sans respecter les règles du jeu du compromis néolibéral.

Pourtant rien ne prouve que le yuan, s'il flottait, serait évalué à la hausse. D'autre part la Chine paie son tribut à la domination du dollar. Comme la plupart des nouveaux pays capitalistes asiatiques, elle place ses excédents en dollars en bons du Trésor américains, ce qui contribue à fermer le circuit du crédit international américain. Dans les années 1970, les dollars du pétrole étaient remplacés par l'Arabie Saoudite aux États-Unis, bouclant ainsi un circuit des « pétro-dollars ». De même les dollars des déficits commerciaux américains avec la Chine font retour aux États-Unis. Mais la situation internationale n'est plus la même en 2003. Les États-Unis ont davantage besoin d'assurer leur hégémonie impériale, alors que la diffusion de leur modèle capitaliste « néolibéral » a suscité de nouvelles contradictions.

Il n'y a pas de superimpérialisme, ou de territoire capitaliste mondial unifié par l'autorité d'un État commun. Les régimes de change sont des compromis entre le fractionnement des monnaies nationales et la tendance du capitalisme à se développer sur un espace économique et financier intégré selon les normes des marchés les plus rentables. Mais la sécurité des transactions internationales n'est assurée que quand les zones d'influence des grandes puissances sont stabilisées, et quand les engagements financiers de celles-ci vis-à-vis de l'extérieur sont garantis par leur solvabilité. La dette américaine et la fuite en avant des États-Unis dans l'aventure irakienne ont, chacune à leur façon, accru l'instabilité monétaire internationale.

### ***Polycentrisme ou coopération monétaire internationale : quelles réformes ?***

Les économistes orthodoxes pensent qu'aucune réforme du régime de change actuel n'est opportune. De même que le [68] libre-échange commercial, il permettrait d'intégrer au capitalisme tous les pays, conformément à un contrôle informel des pays les plus riches, en tête desquels se trouvent les États-Unis. C'était la position de Milton Friedman. Chaque État doit prendre les mesures intérieures nécessaires pour adapter ses ressortissants aux normes néolibérales, et laisser la concurrence internationale de marché fonctionner librement.

Certains d'entre eux, sans mettre en cause la liberté de mouvement des capitaux, s'inquiètent des risques dus à l'excès de l'instabilité des taux de change et à l'énorme gonflement des opérations financières qui lui correspondent. Ils pensent que les marchés financiers peuvent être « myopes », et que le système bancaire international court des risques parfois excessifs. Ils préconisent l'instauration de règles « micro-prudentielles » qui devraient être appliquées par les banques. Telles sont les règles de bonne conduite périodiquement proposées par la Banque des règlements internationaux (BRI) contre la *competition in laxity*, c'est-à-dire contre la course à la moindre régulation et à la moindre pression fiscale qui fait partie de la concurrence entre banques, et se reflète dans celle des pays soucieux de retenir ou d'attirer des capitaux. La mise en application de ces règles, décidée avec l'accord des Banques centrales participant à la BRI, n'a pas eu d'effet stabilisateur sur les taux de change des monnaies qui ne relèvent pas des équilibres de marché décrits par la microéconomie. Elle n'a pas empêché non plus les diverses malversations découvertes à la fin des années d'euphorie financière, et dont certaines ont concerné les opérations de change des monnaies.

Des auteurs hétérodoxes ont repris l'idée keynésienne d'une coopération internationale à partir d'objectifs nationaux définis, incluant le plein emploi intérieur, de sorte que la signification politique et économique des accords de change se transformerait. Ainsi, selon J. Eatwell [1995], un « nouveau Bretton Woods », c'est-à-dire le retour à un régime de changes fixes, devrait être un véritable dispositif multilatéral, chargé d'assurer la stabilité monétaire internationale, et

doté d'un secrétariat permanent ayant la compétence et l'autorité nécessaire pour gérer le système international des paiements. Ce dispositif multilatéral serait nouveau pas rapport à l'ancien Bretton Woods, qui était dominé par le dollar. Il s'agirait là d'une réforme institutionnelle impliquant une véritable rupture avec la régulation des [69] taux de change par les marchés, et la domination des grandes monnaies, dollar en tête. Elle supposait un changement profond des politiques à l'œuvre depuis 1979, et la rupture avec le néolibéralisme comme idéologie dominante depuis cette date.

D'autres propositions qui concernent l'organisation d'un « polycentrisme monétaire » se sont appuyées sur la formation de trois grandes régions économiques d'accumulation du capital, Amérique, Europe, Asie. C'est l'idée de la « triade », qui s'est reflétée, au plan monétaire, dans l'importance des trois plus grandes monnaies, le dollar, le mark allemand avant l'arrivée de l'euro, et le yen japonais. La régulation politique des rapports de change entre ces monnaies, ou la formation d'un système *multicurrency* aurait remplacé l'étalon-dollar du système de Bretton Woods par un étalon composite, dollar-euro-yen, existant déjà de façon informelle. Un organisme supranational spécifique aurait géré les règles de ce nouveau régime de changes.

Aucune de ces réformes n'était cependant applicable sans une révolution politique mettent fin à la « contre-révolution » néolibérale mise en œuvre depuis la fin des années 1970. Et les idées plus modestes de monnaies régionales n'ont pas non plus survécu à la réalité de l'hégémonie du dollar. Des propositions pour stabiliser les taux de change des grandes monnaies ont été faites, en 1998, par les ministres des Finances français et allemand : ces taux varieraient librement dans une zone ayant de larges limites, les autorités monétaires n'intervenant ensemble que si ces limites étaient franchies. Ces propositions ont été rejetées par les dirigeants américains. Elles supposaient une coopération institutionnelle. Or les grandes banques centrales interviennent ponctuellement en cas de nécessité, comme l'a fait par exemple, en 1998, la Fed américaine pour empêcher une baisse excessive du yen par rapport au dollar. Mais cette réponse à une urgence ne relève pas d'une obligation définie dans un cadre multilatéral de caractère institutionnel.

Ce ne sont pas les idées de réformes monétaires internationales qui manquent, mais plutôt l'analyse de leurs conditions de possibilité. Si

l'on revient à l'histoire monétaire, après la fin de l'étalon-or et du rôle central de la Grande-Bretagne, de longues années de crises et de guerre ont précédé les accords de Bretton Woods consacrant l'hégémonie de l'étalon dollar. Il est difficile en 2003, de voir comment la modification des rapports [70] entre grandes puissances peut être stabilisée par de nouveaux compromis. Cette incertitude affecte aussi les propositions réformistes de caractère post-keynésien. L'analyse hétérodoxe permet cependant de comprendre les enjeux politiques des tensions et des compromis monétaires internationaux.

[71]

**La finance mondialisée...****Chapitre 3****“Le néolibéralisme  
sous l’hégémonie états-unienne.”****Par Gérard Duménil et Dominique Lévy**[Retour à la table des matières](#)

Le capitalisme est entré dans une nouvelle phase qu’il est convenu d’appeler néolibéralisme. Dans l’affirmation d’un phénomène de cette complexité, il est toujours difficile de donner une date précise. Quand s’imposa au monde le capitalisme néolibéral ? Malgré la continuité des transformations et leurs multiples facettes, la transition des années 1970 aux années 1980 fut marquée par un événement emblématique du nouvel ordre social : la décision, en 1979, par la Banque centrale des États-Unis, la Réserve fédérale, de hausser les taux d’intérêt au niveau requis par l’élimination de l’inflation, et cela, quels qu’en soient les coûts dans les pays du centre et de la périphérie. Nous appelons cette décision, le coup de 1979, car il s’agit bien d’une violence politique. Ce qui suivit fut à la hauteur de ce premier pas : prise de contrôle du salaire, érosion graduelle des systèmes de protection sociale, vague de chômage, croissance lente et crises récurrentes dans les pays de la périphérie, dislocation des sociétés, montée des tensions internationales et nouveau militarisme.

Les premières années 2000 marquent une nouvelle rupture, non pas qu’elles signalent nécessairement la fin du néolibéralisme, mais parce que s’y combinent un ensemble d’éléments suggérant une perturbation majeure dans la dynamique générale de l’ordre néolibéral. Il faut

d'abord mentionner la crise aux États-Unis. Alors que beaucoup avait salué dans le « long boom » de la seconde moitié des années 1990 la démonstration [72] de l'efficacité du capitalisme néolibéral, la récession états-unienne a semé le doute dans les esprits les plus convaincus, et cela d'autant plus qu'elle s'est doublée de l'éclatement de la bulle boursière. Au même moment, la crise argentine, après tant d'autres, a mis en question les prétendus bienfaits du néolibéralisme et les recettes du Fonds monétaire international. L'Argentine n'avait-elle pas fait, dans les années 1990, l'autre démonstration : celle de l'exportabilité aux pays de la périphérie des règles du nouveau capitalisme ? Le père états-unien trébuchait et le bon fils argentin s'effondrait.

L'analyse de ces événements soulève d'abord un problème de nature. Qu'en est-il de cet ordre néolibéral ? Dans un premier temps, nous le caractériserons comme une nouvelle hégémonie financière. Mais, considéré du point de vue des relations internationales, cet ordre capitaliste néolibéral ne peut se comprendre que dans le contexte général de l'impérialisme contemporain. À l'hégémonie de la finance, s'ajoute et se combine l'hégémonie du pays dominant au sein de la coalition des pays impérialistes, celle des États-Unis. C'est ce que nous aborderons dans un second temps. Enfin, nous poserons la question des perspectives économiques et politiques en ce début de XXI<sup>e</sup> siècle, compte tenu de la récession aux États-Unis et des contradictions internes de la trajectoire macroéconomique de ce pays (les endettements, interne et externe, cumulatifs).

L'analyse qui suit reste centrée sur certains pays du centre, les États-Unis et secondairement l'Europe ; elle ne prétend fournir que les fondements économiques d'une analyse beaucoup plus vaste où la dimension politique aurait la place qu'elle mérite ; elle ne rend pas justice à l'extraordinaire misère de la planète : ni à celle de la grande masse de ses habitants ni à celle que manifeste la détérioration des équilibres naturels.

## Le nouveau pouvoir financier

[Retour à la table des matières](#)

Il n'existe pas une manière unique et simple de périodiser l'histoire du capitalisme. Un ensemble de transformations se superposent, tout en s'influençant mutuellement : tendances du changement technique et de la rentabilité, structures de classe, formes du pouvoir étatique, cadres institutionnels, etc. Le néolibéralisme définit une phase du capitalisme, qui possède des caractères spécifiques à tous ces points de vue. Mais si ces traits [73] sont importants, ils ne définissent pas tous le néolibéralisme en tant que tel : ce qui le définit, à proprement parler, est la réaffirmation (et les formes) d'un pouvoir de classe.

Traiter du néolibéralisme en général demeure évidemment une abstraction. Aux États-Unis, il revêt certains caractères, en Europe ou au Japon, d'autres, et son exportation aux pays de la périphérie débouche sur des configurations encore distinctes. Nous dessinons ici les contours d'une caractérisation, sinon générale, du moins applicable aux États-Unis et à l'Europe.

### *États et classes*

Le terme néolibéralisme est, en partie, adéquat et inapproprié, voire trompeur. Il renvoie à la liberté des marchés, par quoi il faut entendre celle du capital. Il ne faut pas en déduire que l'État a perdu toute fonction. Le néolibéralisme s'est imposé sous le couvert des États [Helleiner, 1994]. Il faut également projeter cette analyse au plan international, et avoir présent à l'esprit le rôle paraétatique que les institutions financières internationales, FMI en tête, jouent dans l'extension de l'ordre néolibéral.

Pour définir le néolibéralisme, il est nécessaire d'en appeler à une théorie des sociétés, c'est-à-dire des classes et de l'État, d'inspiration marxiste. Fondamentalement, le néolibéralisme correspond à la réaffirmation du pouvoir de la finance après une période de perte de son hégémonie ; il s'agit ainsi de la seconde période d'hégémonie de la finance.



Dans le capitalisme, la propriété des moyens de production définit de manière non équivoque la classe dominante, mais cette propriété se manifeste sous différentes formes institutionnelles, qui se modifient au cours du temps. Originellement, il s'agissait de la propriété individuelle et familiale des entreprises, où la gestion était directement sous le contrôle des propriétaires. Ce rapport de propriété a évolué jusqu'à la propriété financière des sociétés (c'est-à-dire exercée par l'intermédiaire de la détention de titres), et où le pouvoir des propriétaires est concentré dans des institutions financières. Ces institutions cristallisent les intérêts de groupes plus ou moins larges (comme le fait un holding financier) ou collectifs (comme une Banque centrale). Nous appelons finance, la fraction supérieure des classes capitalistes et les institutions où se concentre sa capacité d'action. On notera que, dans cette définition, il faut distinguer [74] la finance du secteur financier. D'une part, la finance combine une fraction de classe et des institutions financières. D'autre part, ces institutions financières constituent un ensemble plus vaste que ce qu'on peut regrouper dans une « industrie financière » ; elles comprennent également des institutions comme les fonds de pension et la Banque centrale, qui ont d'autres fonctions et modes de fonctionnement que, par exemple, les autres banques [Duménil, Lévy, 2001].

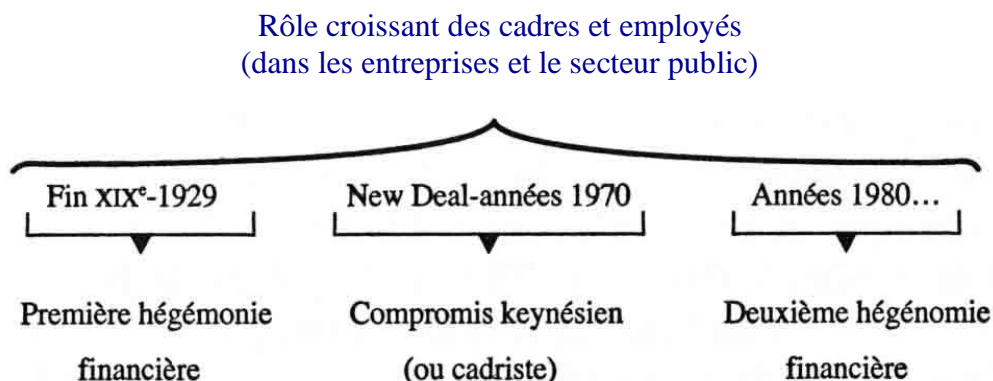
Outre les travailleurs productifs, dont est extraite la plus-value, la séparation entre la propriété et la gestion a conduit à l'apparition des nouvelles classes de *gestionnaires*. Par ce terme, nous entendons les cadres et employés des entreprises et, en parallèle, du secteur public. De l'existence de ces (nouvelles et anciennes) classes moyennes, découle la complexité de la structure de classe dans le capitalisme contemporain.

L'État est l'institution où s'incarne le pouvoir des classes dominantes et par lequel cette domination est imposée au reste de la société. Il permet à ces classes d'agir collectivement en tant que telles. Cette conception de l'État s'oppose donc à celles qui font de l'État une institution autonome, généralement opposée au marché. Elle contredit également une vision de la démocratie qui situe l'État au-dessus des classes. Il est vrai que, dans une démocratie, le pouvoir des classes dominantes repose sur des compromis entre différentes fractions des classes dominantes, et entre celles-ci et certains sous-ensembles des autres classes (typiquement les classes moyennes). Mais l'existence de

ces compromis ne change pas la nature du pouvoir étatique, seulement les modalités de son exercice. Nous appelons configuration de pouvoir, la structure sociale dans laquelle s'exprime le pouvoir des classes dominantes à travers de tels compromis. Ces configurations changent au cours du temps. Par exemple, le néolibéralisme détruit ce qui est souvent appelé le compromis keynésien. Il s'agissait d'un vaste compromis avec les classes salariées ; la finance y était réprimée (à différents degrés selon les pays) et son revenu était menacé (menace qui se matérialisa en particulier pendant la crise des années 1970), mais elle était toujours en vie et active.

Le néolibéralisme correspond également à une telle configuration de pouvoir, avec ses propres compromis, notamment avec la fraction supérieure des cadres, d'une part, et les classes moyennes possédant des avoirs financiers, directement, ou indirectement à travers les fonds de pension ou de placement, [75] d'autre part. Ces classes moyennes peuvent être des salariés ou des chefs de petites entreprises, mais ce qui fonde le compromis avec la fraction possédante des classes dominantes est leur statut de détenteur de titres financiers.

Le rôle des gestionnaires émergea et s'affirma au cours de la première hégémonie de la finance, de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle jusqu'à la crise de 1929. Dans une seconde phase, il atteignit de nouveaux degrés et revêtit de nouvelles formes après la Seconde Guerre mondiale, dans le compromis keynésien, où le pouvoir des cadres (secondés par les employés dans une position subalterne) tendit à s'autonomiser, à la fois dans la gestion des entreprises (d'autres critères de gestion que la seule maximisation de la rémunération de factionnaire) et dans la définition des politiques (notamment l'objectif du plein emploi, mais aussi la formation, etc.). Le compromis keynésien pourrait ainsi être rebaptisé compromis cadriste. Dans le néolibéralisme, la discipline des propriétaires fut imposée avec une nouvelle vigueur aux gestionnaires (qu'il s'agisse de la gestion des entreprises ou des politiques économiques). Pourtant, en dépit de cette mise au pas, les cadres et employés, plus que jamais, peut-on dire, accomplissent leurs tâches d'organisation.



La première et la troisième période apparaissent assez similaires, puisqu'elles décrivent un capitalisme où le pouvoir des propriétaires sur les gestionnaires est fort. La seconde période se singularise par leur autonomie accrue pendant ces années.

### *Traits généraux du néolibéralisme aux États-Unis et en Europe*

Le néolibéralisme est né d'une lutte de classes de grande envergure, où la finance, réprimée après la crise de 1929 et la Seconde Guerre mondiale, réaffirma progressivement sa [76] prépondérance et redevint dominante à la transition des années 1970 et 1980 <sup>40</sup>. En dépit du caractère politique et social de cette lutte, les circonstances économiques y jouèrent un rôle de premier plan. La finance tira parti de la crise structurelle des années 1970. La forte décélération de la croissance, l'instabilité macroéconomique accrue (la succession des surchauffes et récessions), la hausse du chômage et l'inflation cumulative ne purent être vaincues par les politiques keynésiennes de relance, qui avaient fait leurs preuves au cours des décennies précédentes. Le problème était d'une autre nature : la crise structurelle résultait d'une baisse graduelle du taux de profit dans les principaux pays capitalistes développés, depuis les années 1960 environ.

<sup>40</sup> On trouvera l'historique de la remontée de la finance dans Duménil et Lévy [2000].

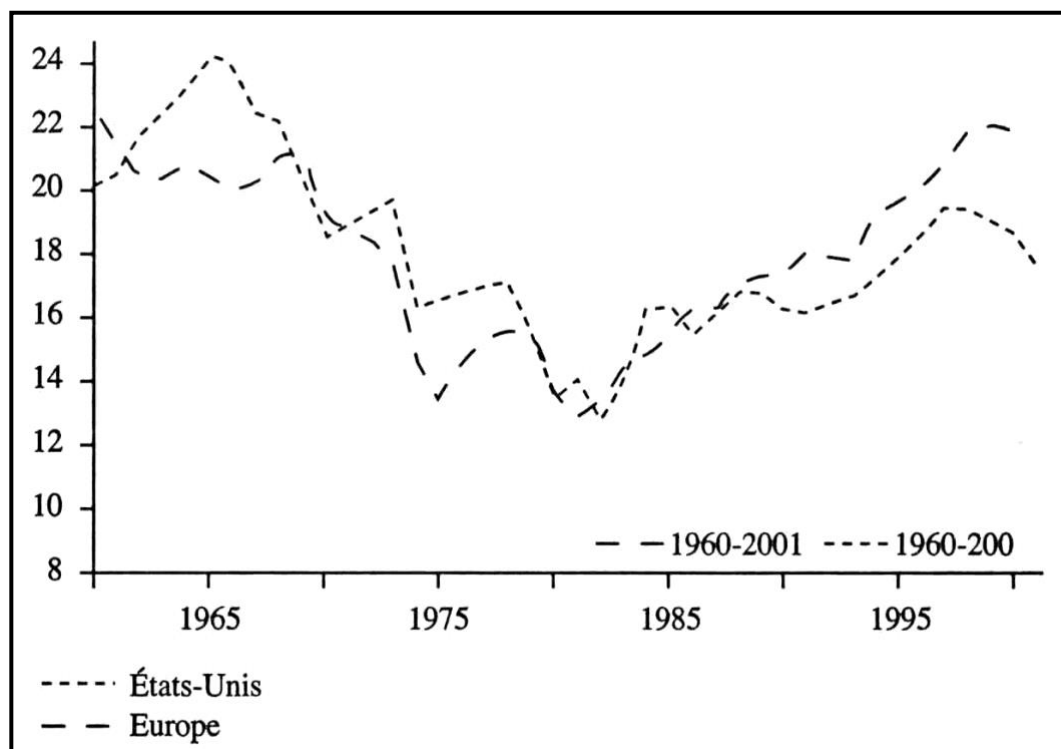
La figure 1 donne une mesure du taux de profit pour les États-Unis et la moyenne de trois pays européens, l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni. On sera surpris par la ressemblance des profils. La figure montre le mouvement de baisse jusqu'au début des années 1980. La courbe pour les États-Unis se singularise par la pointe observée en 1965, mais globalement, la tendance est la même. La figure fait également ressortir l'existence d'une tendance à la hausse depuis le milieu des années 1980. Elle est commune aux deux zones, mais plus accentuée en Europe. Dans la moyenne des trois pays européens, le taux de profit, dans cette mesure, a presque rejoint son niveau de 1960 <sup>41</sup>.

Ces mouvements du taux de profit renvoient aux tendances de la technique et du coût salarial. La baisse du taux de profit jusqu'aux années 1980 fut l'effet conjugué de la baisse de la productivité du capital (le rapport de la production au stock de capital fixe) et de la diminution de la part des profits (due à un taux de croissance de la productivité du travail inférieur à celui du coût salarial). Depuis le milieu des années 1980, ces tendances ont été inversées : hausse de la productivité du capital et de la part des profits.

Un autre aspect du néolibéralisme est la formation de flux de revenus favorables aux classes aisées. Sa première composante, la hausse des intérêts reçus, est la conséquence directe du coup [77] de 1979 : l'augmentation prodigieuse du taux d'intérêt réel (le taux d'intérêt nominal diminué du taux d'inflation). Les années 1960 avaient correspondu à des taux réels modérés de l'ordre de 2,5 ou 3 % (les taux d'intérêt à long terme consentis aux meilleures sociétés). Pendant certaines années de la crise structurelle, le taux d'inflation fut supérieur au taux nominal, aboutissant à des taux réels négatifs. Le coup de 1979 propulsa les taux réels à des niveaux particulièrement élevés. Les taux ci-dessus restèrent voisins de 5 % depuis cette date.

<sup>41</sup> On fera, pour le moment, abstraction du fléchissement de la rentabilité du capital aux États-Unis depuis 1997.

**FIGURE 1.**  
**TAUX DE PROFIT (%) :**  
**« EUROPE » ET ÉTATS-UNIS, ÉCONOMIE PRIVÉE**



Europe renvoie à trois pays : Allemagne, France et Royaume-Uni. Le taux de profit est le rapport d'une mesure large des profits (la production nette moins le coût total du travail) au stock de capital fixe, net de l'amortissement. Ainsi, les impôts (indirects et impôts sur les profits), les intérêts et les dividendes sont encore comptés dans les profits.

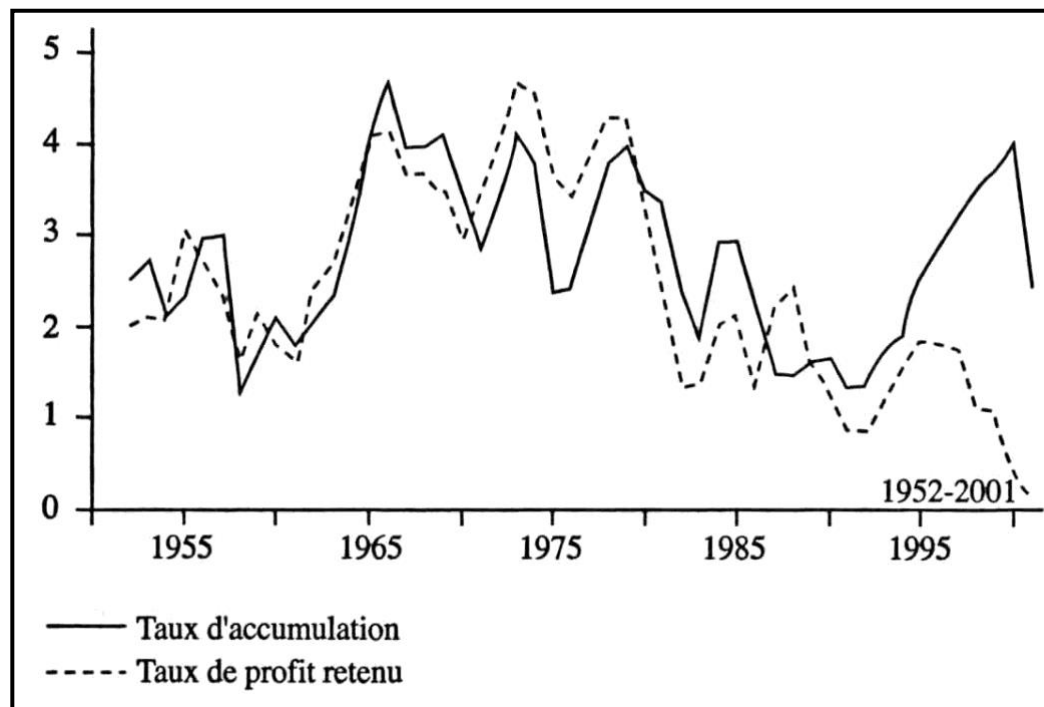
*Sources* : NIPA (BEA) ; Fixed Assets Tables (BEA) ; OECD ; Comptes nationaux français (INSEE).

Un autre élément fut la distribution de dividendes. Le contraste est fort entre les années 1970 et les années 1990. Pendant la crise structurelle, les profits étaient faibles et les sociétés non financières en distribuaient une faible part (de l'ordre de 30 %). Avec le néolibéralisme et les nouvelles règles de gestion (promues « gouvernement d'entreprise »), la « création de [78] valeur pour l'actionnaire » a conduit à distribuer des masses considérables de

dividendes. À la fin des années 1990, le pourcentage atteint le chiffre ahurissant de plus de 80 % <sup>42</sup>. Parallèlement à cette progression des flux de dividendes, les cours de Bourse se sont orientés à la hausse depuis le début des années 1980. Le rapport de la capitalisation boursière des sociétés à leur valeur comptable (actifs moins dettes), ou coefficient  $q$  de Tobin, chuta dans la crise structurelle des années 1970 jusqu'à un minimum de 0,39, puis remonta graduellement, culminant à 1,75 en 2000 (avant une nouvelle chute, décrite comme l'éclatement de la bulle).

<sup>42</sup> Plus de 100 % depuis le début de la récession de 2000.

**Figure 2.**  
 Taux de profit retenu et taux d'accumulation (%).  
 États-Unis, sociétés non financières



----- Taux d'accumulation  
 \_\_\_\_\_ Taux de profit retenu

Le taux de profit a été normalisé au niveau du taux d'accumulation en 1965, c'est-à-dire multiplié par 0,66. Le taux de profit retenu est le rapport du profit (après paiement des impôts, intérêts et dividendes) à la situation nette des sociétés. Un ajustement est fait pour tenir compte de la dévalorisation des dettes par l'inflation. Le taux d'accumulation est le taux de croissance du stock de capital fixe, calculé comme le rapport de l'investissement (net de la consommation de capital fixe) au stock de capital fixe net.

Sources : NIPA (BEA).

On imagine aisément l'effet de l'ensemble de ces mouvements sur les revenus et les patrimoines des ménages les plus aisés. Au cours des décennies de l'après-guerre, le 1 % le plus [79] riche des ménages possédait, aux États-Unis, environ le tiers de la richesse totale. Pendant la crise structurelle, ce pourcentage chuta en quelques années à 22 % : une réduction des inégalités intolérable et menaçante pour les classes

dominantes. De ce point de vue, le néolibéralisme fut un succès majeur : en quelques années, la situation antérieure à la crise structurelle avait été rétablie, voire améliorée.

Mais quelles furent les performances en termes de croissance et d'accumulation du capital ? La réponse tient en deux mots : peu brillantes. Globalement, le néolibéralisme est un modèle défavorable à l'accumulation et à la croissance. L'explication se trouve dans les deux mécanismes suivants : (1) la hausse du taux d'intérêt qui pousse les entreprises à se désendetter plutôt que d'emprunter pour financer leur investissement ; (2) le faible recours à des émissions d'actions (à l'inverse, les sociétés sont amenées à racheter leurs propres actions pour stimuler leurs cours).

D'une manière générale, depuis la Seconde Guerre mondiale au moins, les investissements des sociétés sont financés par leurs profits retenus, avec une régularité qui permet de parler d'une véritable loi historique, malgré le caractère un peu désuet de la formule, vérifiée aux États-Unis (figure 2) et en France. Cette loi lie le taux de profit retenu, c'est-à-dire postérieurement au paiement des intérêts, impôts et dividendes, aux taux d'accumulation du capital (quoique le long boom de la fin des années 1990 apparaisse comme une exception). Le problème avec le néolibéralisme est que ce qui reste dans les sociétés en vue d'investir est très faible du fait des généreux paiements d'intérêts et de dividendes aux créanciers et actionnaires <sup>43</sup>.

On peut donc formuler la thèse suivante. En dépit d'un rétablissement de la tendance du taux de profit depuis le milieu des années 1980 (figure 1), le taux d'accumulation du capital ne s'est pas restauré, comme un effet de cette caractéristique du néolibéralisme : un système finalisé vers la rémunération des créanciers et actionnaires. De ces faibles taux d'accumulation découlèrent la vague de chômage qui s'est soulevée entre 1975 et 1985.

<sup>43</sup> Michel Husson interprète différemment ce processus en en appelant à l'incapacité du capitalisme à produire des valeurs d'usage adéquates aux besoins sociaux [2001].



[80]

## Économie de l'impérialisme états-unien

[Retour à la table des matières](#)

Si le néolibéralisme possède des traits communs des deux côtés de l'Atlantique, les États-Unis se singularisent par leur position dominante. Ce sont ces relations internationales qu'on va maintenant prendre en considération. Plus précisément, on va s'intéresser à la contribution des flux de revenus provenant de l'étranger à la rémunération du capital aux États-Unis, en les comparant aux profits réalisés localement dans le pays lui-même. Dans l'existence de ces flux venus du reste du monde, il faut voir une expression de rapports de domination, qui renvoient à ce qu'on peut appeler l'impérialisme états-unien.

On peut noter que l'impérialisme n'est pas le fait d'un pays, mais d'un ensemble de pays. Ceux-ci entretiennent des relations de lutte, allant jusqu'à la confrontation armée entre deux puissances, ou groupes de puissances. Chaque État y représente les intérêts de ses classes dominantes. Un pays peut occuper une position hégémonique, comme les États-Unis qui dirigent, dans le monde contemporain unipolaire, la coalition impérialiste. Le rapport de domination s'établit alors à un double niveau : entre le pays dominant et les autres membres de la coalition, et entre cette coalition impérialiste et les autres pays dominés.

Mais il existe un autre trait caractéristique des décennies néolibérales, qui est directement lié à cette ouverture sur l'extérieur et modifie la configuration de l'impérialisme états-unien, c'est la formidable dérive de la demande intérieure vers la consommation aux États-Unis. Nous sommes loin de l'abstinence qui aurait été une des vertus fondatrices du capitalisme, nourrissant l'épargne et finalement l'accumulation : les classes supérieures états-uniennes jouissent du présent - selon leurs critères, cela va de soi.

### *Dominer le monde*

Il est très difficile de chiffrer globalement le bénéfice que les pays impérialistes peuvent tirer de leur domination. On peut penser, par exemple, au prix des matières premières. Les vingt dernières années du XX<sup>e</sup> siècle confirment leur baisse graduelle à l'avantage des pays importateurs. Un autre mécanisme est l'importation des cerveaux. On sait que les États-Unis drainent un nombre formidable de compétences, ou les utilisent localement. On va se limiter ici à des mesures disponibles [81] à partir des systèmes de comptabilité nationale. Elles fournissent déjà un éclairage important et peuvent être directement mises en relation avec d'autres variables, notamment les séries décrivant la situation macroéconomique des États-Unis.

Quand on tente de se représenter les États-Unis en tant que pays capitaliste, on pense d'abord aux 116 millions d'actifs occupant un emploi dans les entreprises privées de ce pays, qui réalisent 7 262 milliards de dollars de produit annuel (les chiffres sont ceux de 2000) <sup>44</sup>. Ce produit est égal, par définition, à la somme des revenus créés. De cette activité, découlent des profits. En se limitant aux sociétés, qui constituent désormais la grande masse du système productif, ces profits s'élevaient à 380 milliards de dollars en 2000 (il s'agit de profits après paiement des impôts et des intérêts par les entreprises), soit 7,1 % des revenus totaux réalisés dans des sociétés privées. On peut les appeler « profits intérieurs » (*domestiques*, selon l'expression anglaise). À ces profits, il faut ajouter des revenus provenant de l'étranger. Et c'est à eux qu'on va s'attacher désormais. On va montrer qu'ils contribuent de manière très importante à la rémunération des capitaux états-uniens.

En 2000, des agents économiques des États-Unis (ménages, sociétés, fonds de pension et mutuels...) possédaient 3 488 milliards de dollars de placements dans le reste du monde (bons du Trésor, obligations publiques et privées, papier commercial, investissements directs...). Ces avoirs ne rapportèrent pas moins de 381 milliards de dollars (en intérêts, dividendes ou en profits non rapatriés) soit une

<sup>44</sup> Il s'agit du produit net, c'est-à-dire après déduction de l'amortissement du capital fixe.

somme équivalente à celle de l'ensemble des profits intérieurs. En d'autres termes, le rapport de ces revenus provenant de l'étranger aux profits intérieurs était de 100 %. La figure 3 décrit l'évolution de ce rapport depuis 1948 (le taux de 100 % en 2000 est le point culminant de la courbe). Partant de 10 % au début des années 1950, ce pourcentage s'est considérablement accru à partir de 1980. À l'évidence, le facteur fondamental de cet accroissement fut la hausse des taux d'intérêt. Certes, les États-Unis versent également des revenus financiers au reste du monde, et cela dans des proportions croissantes compte tenu de l'augmentation de la dette vis-à-vis du reste du monde. Mais cette constatation [82] ne diminue pas l'importance, pour l'économie états-unienne, de ces flux de revenus venant de l'extérieur. Tout à l'inverse.

Il est intéressant de considérer, dans ce total des revenus extérieurs, les seuls profits des sociétés, qui proviennent de leurs filiales étrangères. En 2000, ces profits représentèrent 53 % des profits intérieurs. On voit sur la figure 3 que ce taux s'est accru graduellement, sans rupture au début des années 1980. Il s'agit d'un phénomène de fond, lié à l'internationalisation du capital. Symétriquement, les sociétés transnationales étrangères effectuent aussi des investissements directs aux États-Unis. Ils sont également une source de profits pour les groupes étrangers auteurs de ces investissements, mais ces profits représentent des flux très inférieurs aux profits des sociétés transnationales des États-Unis à l'étranger (environ 30 %). Il s'agit donc d'une relation très asymétrique : il est vrai que les transnationales tissent un réseau de plus en plus serré entre les pays dominants, mais, du point de vue des flux de profits, ce système reste très américano-centré.

Un autre indicateur de cette asymétrie des relations entre les États-Unis et le reste du monde est l'écart entre les rendements sur les placements que les agents états-uniens effectuent à l'étranger, et les rendements des placements des étrangers aux États-Unis. On entend par rendement le rapport des flux de revenus aux stocks d'avoirs. Ces taux de rendement (corrigés pour l'inflation aux États-Unis) sont présentés à la figure 4. Le profil obtenu pour chaque courbe ressemble à celui du taux d'intérêt réel, rappelant que des fractions importantes de ces revenus sont de la nature d'intérêts. Ce qui nous importe ici est l'écart entre les deux courbes. Sur l'ensemble de la période, les placements des

agents des États-Unis ont rapporté, en moyenne, 4,2 % de plus que les placements des étrangers dans ce pays. Davantage de recherche est requise pour comprendre, techniquement, l'origine de cette différence.

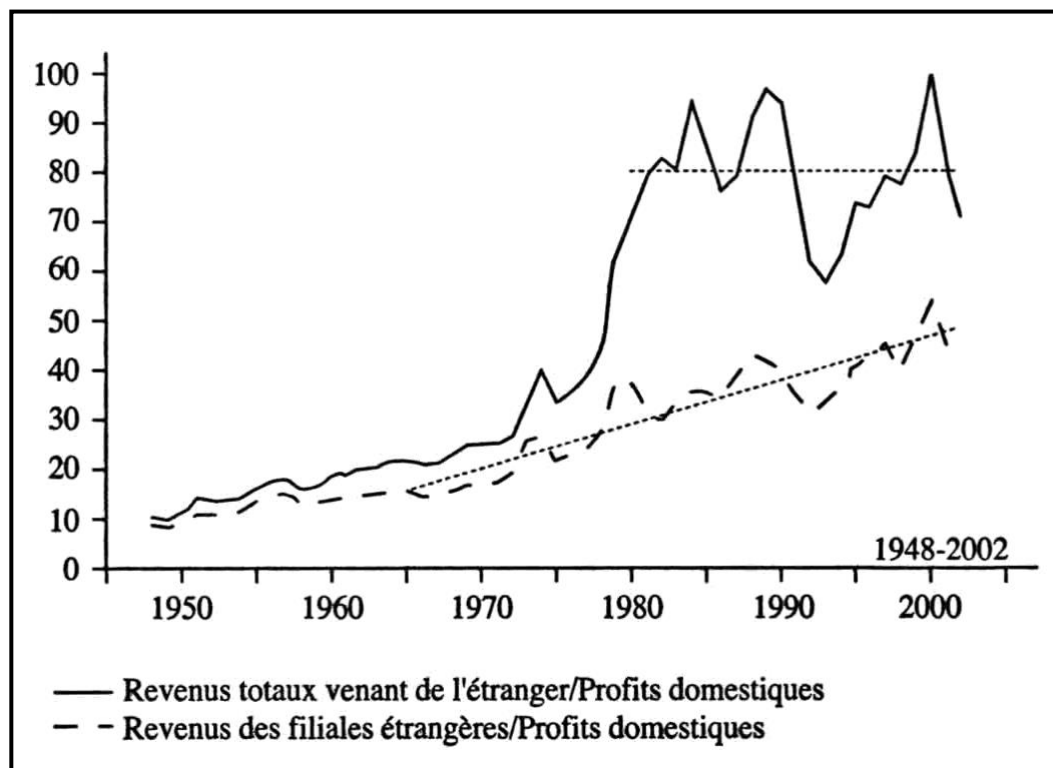
### *La dérive de la consommation*

Les critiques traditionnelles de l'impérialisme mettaient l'accent sur la propension à exporter les capitaux ou les marchandises. Le procès des États-Unis, comme puissance impériale, stigmatise désormais l'afflux de capitaux dirigés vers ce pays et le déficit chronique de sa balance commerciale. Qu'en est-il d'une surproduction de capitaux, telle que celle que

[83]

**Figure 3.**

**FIGURE 3. - RAPPORT DES REVENUS VENANT DE L'ÉTRANGER  
AUX PROFITS DES SOCIÉTÉS RÉALISÉS AUX ÉTATS-UNIS**



———— Revenus totaux venant de l'étranger/Profits domestiques

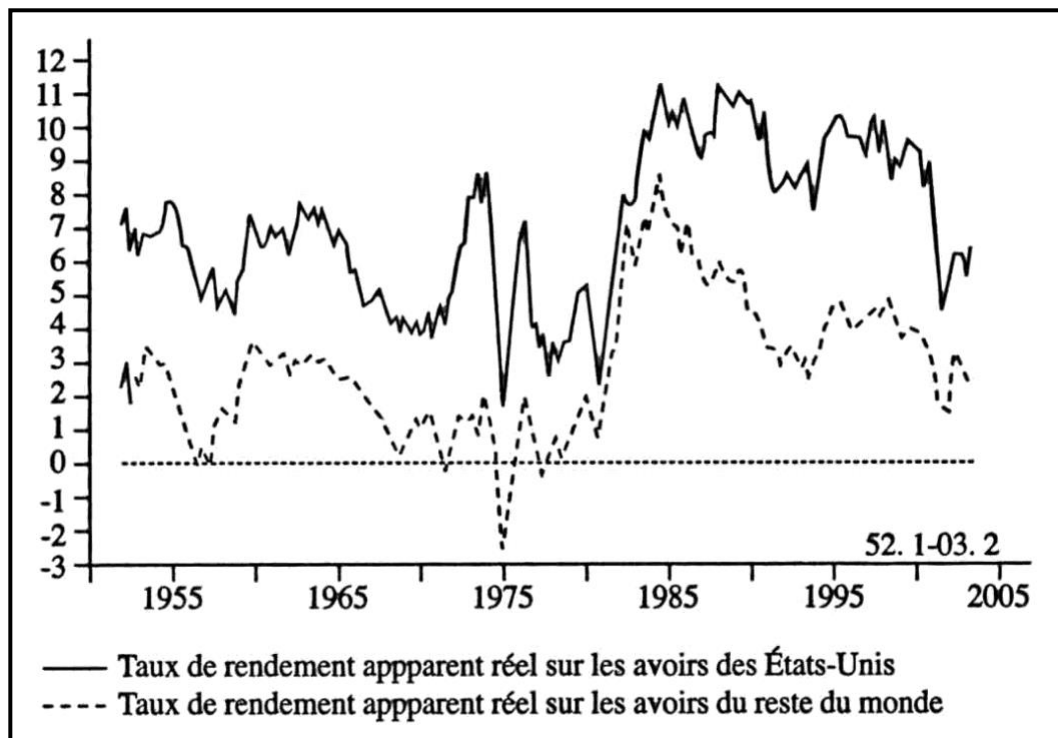
- - - - Revenus des filiales étrangères/Profits domestiques

La série des profits intérieurs des sociétés utilisée dans le calcul a été quelque peu lissée afin d'éviter les fluctuations reflétant les variations conjoncturelles du niveau général d'activité. Les fluctuations restantes sont principalement l'effet des variations des taux d'intérêt.

*Sources* : International Transactions Data (BEA) ; NIPA (BEA). L'annexe donne des informations supplémentaires sur les sources utilisées dans cette figure et les suivantes.

**Figure 4.**

**FIGURE 4. - TAUX DE RENDEMENT APPARENT  
SUR LES AVOIRS DES ÉTATS-UNIS SUR LE RESTE DU MONDE  
ET SUR LES AVOIRS DU RESTE DU MONDE SUR LES ÉTATS-UNIS,  
CORRIGÉS DE L'INFLATION (%)**



—— Taux de rendement apparent réel sur les avoirs des États-Unis  
 - - - - Taux de rendement apparent réel sur les avoirs du reste du monde

[84]

### Les relations entre les États-Unis et le reste du monde

Les comptabilités nationales des États-Unis tiennent la statistique des actifs de ce pays sur le reste du monde et du reste du monde sur les États-Unis. Dans un sens comme dans l'autre, ces avoirs se composent de liquidités, de créances et d'actions. Dans ce dernier cas, ces actions peuvent représenter des investissements directs ou de portefeuille, tout dépendant du pourcentage des actions d'une entreprise détenu. Pour l'année 2000, ces montants s'établissaient ainsi (en milliards de dollars) :

*Avoirs des États-Unis sur le reste du monde : 3 488*

*Avoirs du reste du monde sur les États-Unis : 6 446*

*Solde : excédent des avoirs des États-Unis (= position nette des États-Unis sur le reste du monde) : - 2 958*

On appelle *investissement financier à l'étranger net* (ou plus simplement *investissement étranger net*) la variation annuelle de ce solde. On va d'abord s'interroger sur les mécanismes susceptibles de faire varier ces trois grandeurs.

Certaines opérations, comme un achat d'actions, modifient les avoirs, mais pas leur solde. Par exemple, si une société états-unienne achète une société française, réalisant un investissement direct, les avoirs des États-Unis sur la France augmentent du montant de l'achat sous la forme de la détention d'actions d'une société située en France, et les vendeurs français reçoivent des dollars pour le même montant. Autre exemple : pour se procurer des dollars, une société française peut emprunter à une banque des États-Unis. Dans ce cas, ce pays possède une créance sur la France, et les actifs de la France sur les États-Unis augmentent du même montant du fait de la détention des dollars : l'effet est encore nul sur le solde.

Seuls deux types d'opérations peuvent modifier la *position nette des États-Unis* : les importations et exportations<sup>45</sup>, d'une part, et le paiement de revenus (intérêts, dividendes...) d'un pays à l'autre (à quoi il faut ajouter les transferts unilatéraux de fonds, par exemple par les travailleurs immigrés ou l'aide à d'autres pays). Ce sont les seules opérations à l'origine de flux nets monétaires et financiers, affectant le solde des avoirs (que les opérations soient opérées au comptant ou à crédit). On appelle *solde de la balance courante*, ou *solde de la*

<sup>45</sup> Le solde de la balance commerciale est la différence entre les exportations et les importations d'un pays.

*balance des paiements*, la somme de toutes ces opérations. On a donc l'identité :

$$\text{Investissement étranger net} = \text{solde de la balance courante}$$

En 2000, cette variation s'est élevée à 410 milliards de dollars, en faveur des étrangers (un accroissement de leurs avoirs nets) :

$$\text{Solde de la balance courante} [-410] = (\text{exportations} [1\ 064] + \text{flux de revenus provenant de l'étranger} [353]) - (\text{importations} [1\ 443] + \text{flux de revenus vers l'étranger} [331] + \text{transferts} [53])$$

On va maintenant montrer que ce solde est égal à la différence entre les deux courbes de la figure 5.

Le produit intérieur brut (PIB) est, par définition, la valeur de ce qui est produit aux États-Unis (équivalent au revenu créé par l'activité économique dans ce pays). Le PIB est égal à la somme de la consommation, de [85]

l'investissement et des exportations diminuées des importations. Le revenu total est le produit national brut (PNB). Il est obtenu en ajoutant au PIB le flux de revenus nets provenant du reste du monde. On a donc :

$$\text{PNB} = \text{consommation} + \text{investissement} + \text{exportations} - \text{importations} + \text{revenus provenant du reste du monde} - \text{revenus payés au reste du monde}$$

L'épargne est la différence *revenu - consommation* :

$$\text{Épargne} = \text{PNB} - \text{consommation} = \text{investissement} + \text{exportations} - \text{importations} + \text{revenus provenant du reste du monde} - \text{revenus payés au reste du monde}$$

Qu'on peut réécrire (en oubliant les transferts unilatéraux) :

$$\text{Épargne} = \text{investissement} + \text{solde de la balance courante}$$

En 2000 le *solde de la balance courante* (égale, comme on l'a vu plus haut à l'*investissement étranger net*) fut négatif : les étrangers investirent davantage (financièrement) aux États-Unis que des agents de ce pays à l'étranger ; on peut ainsi affirmer que les étrangers ont financé une partie de l'investissement (réel) aux États-Unis. L'écart entre les deux courbes de la figure 5 (où ces montants sont considérés nets de l'amortissement) représente cette contribution de l'étranger à l'investissement aux États-Unis.

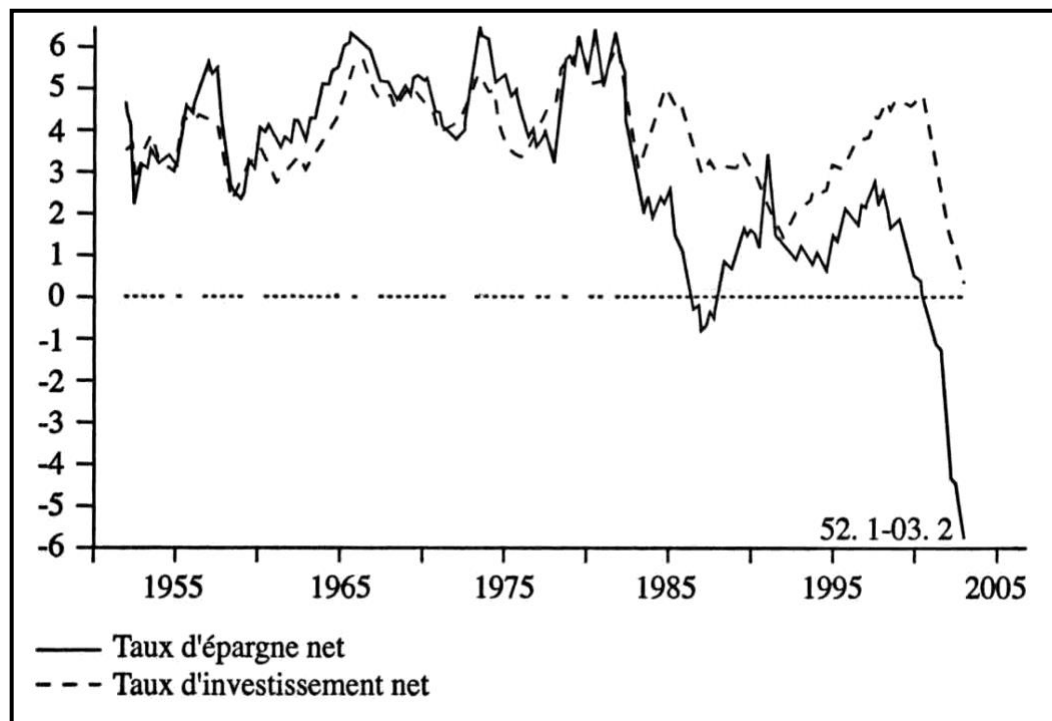


Lénine mettait en avant, à laquelle seule leur exportation permettrait de remédier ? La surproduction de marchandises ne trouve-t-elle plus son remède dans la soumission aux rapports capitalistes de nouvelles contrées susceptibles d'absorber les excédents structurels, selon l'analyse de Rosa Luxemburg ? Les mondes léniniste ou luxemburgiste à l'envers donc. Mais les États-Unis cumulent tous ces traits, imposant au monde l'exportation de leurs marchandises et capitaux, important simultanément des masses de marchandises supérieures à leurs exportations, et laissant l'afflux de capitaux étrangers venir financer leurs dépenses.

Cette configuration étrange est apparue avec le néolibéralisme et se matérialise dans d'importants déséquilibres extérieurs. La figure 5 décrit les taux d'épargne et d'investissement en capital fixe, en pourcentage de la production totale (le produit national net, PNN). L'investissement est celui des entreprises. On voit que jusqu'en 1980, les États-Unis épargnaient, bon an, mal an, environ 4,5 % de leur PNN et l'investissaient productivement. Le néolibéralisme fut l'occasion de deux changements brutaux. En premier lieu, les deux taux chutèrent. On retrouve là cette faiblesse de l'accumulation propre au néolibéralisme. Mais le taux d'épargne diminua sensiblement plus que le taux d'investissement. La différence, qu'on observe clairement sur la figure, correspond au déficit de la balance courante, [86] ou à celui de la balance des paiements, dit *investissement net de l'étranger* : les États-Unis bénéficient d'un important financement extérieur (voir l'encadré).

**Figure 5.**

Rapport de l'épargne nette et de l'investissement net  
au Produit national net (%) : États-Unis



—— Taux d'épargne net  
- - - - Taux d'investissement net

L'investissement net est l'investissement brut des entreprises diminué de la consommation de capital ; l'épargne nette est l'excès du revenu intérieur sur toutes les dépenses autres que cet investissement des entreprises.

Le déséquilibre de la balance courante et la détérioration de la position des États-Unis vis-à-vis du reste du monde en matière de détention d'actifs sont donc associés à une réduction considérable de l'épargne totale : une propension élevée à la consommation. Qui est en cause ? Évidemment, l'État tient une part de responsabilité, notamment entre 1982 et 1995, période de déficits budgétaires. Mais les grands responsables de cette situation sont les ménages. Leur taux d'épargne a formidablement chuté, et cela depuis les premières années du néolibéralisme. Plus précisément quels ménages ? Une étude de la Réserve fédérale nous fournit la réponse [Maki, Palumbo, 2001] : la

hausse de la propension à consommer s'est limitée aux 20 % des ménages aux revenus les plus élevés. Cette baisse fut si forte que ce ne sont plus les ménages dont la richesse est la plus élevée qui épargnent le plus. Quant à la destination de cette dépense, les données de comptabilité nationale montrent [87] qu'elle s'est concentrée sur la consommation au sens strict (et non sur l'achat de logements neufs).

On parvient donc à un tableau assez édifiant : (1) le néolibéralisme a créé de formidables flux de revenus à l'avantage des couches les plus aisées ; (2) un système puissant de drainage des revenus au plan mondial s'est mis en place, alimentant les revenus de ces couches, qui (3) se sont engagées dans une consommation folle ; (4) l'investissement, réduit dans le néolibéralisme, s'est maintenu à un niveau supérieur à celui que dicterait l'épargne nationale grâce à l'apport de l'épargne internationale qui a financé la dépense aux États-Unis. Loin d'un impérialisme épargnant et embarrassé par les revenus qu'il concentre, on observe des classes privilégiées d'un centre impérial mondial jamais rassasiées dans leur désir de consommer : un impérialisme glouton.

## Contradictions d'une trajectoire macroéconomique

[Retour à la table des matières](#)

La question que soulève immédiatement l'observation des évolutions de l'économie états-unienne est celle de leur soutenabilité [Duménil, Lévy, 2003b et 2003c]. Deux types de mécanismes étroitement liés sont en jeu. D'une part, le long boom de la seconde moitié des années 1990 fut interrompu par une récession. Est-ce une récession ordinaire ? Annonce-t-elle un ajustement de plus grande ampleur ? D'autre part, se sont manifestés des déséquilibres cumulatifs, dont on peut se demander quelles seront les conséquences. Enfin, nous envisagerons les perspectives ouvertes pour l'avenir.

### *La crise au centre*

Le simple examen des taux de croissance de l'économie états-unienne dans les années 1990 permet de comprendre simultanément l'enthousiasme, voire le vent de triomphalisme, que suscita la croissance continue à partir de 1993, ainsi que la surprise provoquée par la récession de 2000.

Comment expliquer la durée exceptionnelle de cet épisode et sa fin ? Pendant le long boom, le taux d'investissement, qui était tombé très bas antérieurement, ne cessa de se redresser (figures 2 et 5), rejoignant les niveaux antérieurs au néolibéralisme. La figure 2 montre que la première phase de reprise de [88] l'accumulation fut portée par les profits retenus des entreprises. Mais, à partir de 1997, le taux d'accumulation continua de croître malgré la baisse des profits retenus. Que se passa-t-il ? Ce furent, simultanément, l'augmentation exceptionnelle des flux d'investissements directs provenant de l'étranger, et le recours accru à l'endettement qui donnèrent au boom son ampleur et sa durée.

Aucune phase d'expansion n'est éternelle dans le capitalisme. Deux mécanismes, liés à la durée de ce mouvement, lui mirent un terme, en pesant sur les profits : (1) la charge d'intérêt s'alourdit au gré de ce réendettement ; (2) le coût salarial horaire augmenta très sensiblement. Cette baisse de rentabilité déstabilisa l'économie selon des mécanismes traditionnels <sup>46</sup>.

La chute en 2000 fut brutale. La baisse du taux d'investissement, telle qu'on l'observe aux figures 2 et 5, fut exceptionnellement forte. Depuis le début de l'année 2002, le taux de croissance de la production s'est redressé, mais pas l'investissement (les dernières observations datent du second trimestre 2003). Il en va de même du taux d'utilisation du capital dans les industries manufacturières : forte chute et absence de reprise. Il est donc difficile de considérer la récession de 2000 comme une récession ordinaire. Cette conclusion est renforcée par la vigueur des politiques macroéconomiques, qui laissent imaginer ce qu'aurait pu être la contraction de l'activité en présence d'une réaction

<sup>46</sup> Très exactement ceux envisagés par Marx. Voir Duménil et Lévy [2003, encadré 4, p. 52].

plus molle. En premier lieu, le taux auquel la Réserve fédérale refinance les banques a été baissé jusqu'à des niveaux très faibles ; en second lieu, la valeur du dollar a fortement fléchi par rapport à l'euro et au yen ; en troisième lieu, un déficit budgétaire élevé a été toléré. Ces mesures tirent la demande sans entraîner l'investissement productif.

À ces difficultés, il faut ajouter le dégonflement de la bulle boursière. On ne va pas s'interroger ici sur les causes de cette envolée ni sur celle de la chute des cours, mais sur leurs conséquences. Bien plus que les effets sur la demande des ménages, ce sont les effets sur les bilans des entreprises qui semblent les plus importants. Au terme des opérations de fusions et d'acquisitions, sont apparus dans les actifs des bilans des sociétés, des sommes appelées « *goodwill* », qui sont des [89] immobilisations incorporelles comptabilisant l'excès du prix d'achat des firmes sur leur valeur comptable. Il va de soi que, dans les conditions de la bulle boursière, ces prix d'achat atteignirent des niveaux fortement surévalués, et que les corrections compromettent la structure des bilans, faisant apparaître un fort endettement <sup>47</sup>. Une autre conséquence de la baisse des cours est la mise en question du financement des retraites par les fonds de pension d'entreprises. Celles-ci tablaient sur des hausses de 10 % par an de la valeur des portefeuilles de titres (actions, obligations...) accumulés en vue de servir leurs engagements. Ces anticipations fantaisistes font maintenant porter aux entreprises le poids de dettes à venir considérables (vis-à-vis des futurs retraités).

La situation macroéconomique des États-Unis est donc fragile à divers points de vue : la consolidation de la reprise n'est pas évidente et, en cette fin de l'année 2003, on ne peut exclure un ajustement de plus grande envergure à l'avenir.

<sup>47</sup> Voir le rapport dirigé par Dominique Plihon : Commissariat général du Plan [2002].

### *Des déséquilibres croissants*

À ces faiblesses s'ajoutent un certain nombre de déséquilibres, qui ne sont pas caractéristiques de la récession commencée fin 2000, mais des transformations à plus long terme, propres à la période néolibérale. La récession de 2000 n'a pas permis de les corriger, tout à l'inverse.

Le premier élément est l'endettement croissant des ménages. Dans les années 1960 et 1970, la dette des ménages représentait environ 65 % de leur revenu disponible (c'est-à-dire après impôt). À partir du milieu des années 1980, ce pourcentage s'envola, atteignant, au début des années 2000, plus de 100 %. De manière inhabituelle, il continua de croître pendant la récession.

On peut se demander comment le système bancaire a pu accompagner un tel mouvement qui présente des risques évidents. La réponse est que ces risques furent largement reportés sur des institutions gouvernementales (comme les Federally Related Mortgage Pools), qui achètent ces créances aux banques, en émettant des titres (aussi sûrs que des bons du Trésor) pour financer ces achats. En 2000, 43 % des crédits [90] hypothécaires avaient été transférés de cette manière à des institutions publiques. Il s'agit d'un exemple majeur d'intervention étatique au sein des sacro-saints marchés néolibéraux, selon le principe : socialiser les risques, privatiser les profits.

Peut-on parler également d'un endettement croissant des entreprises ? Pour en discuter, il faut d'abord prendre acte du phénomène général de la financiarisation : les entreprises ont vu croître simultanément leurs actifs et passifs monétaires et financiers. Les dettes totales ont fortement augmenté, mais l'écart entre ces dettes totales et l'ensemble des actifs financiers, qu'on peut appeler dette nette, dans un sens large, s'est réduit<sup>48</sup>. Au total, il semble que la menace que l'endettement fait peser sur les entreprises provient surtout de la présence, au sein des actifs financiers, d'éléments dont la valeur est douteuse (*goodwills*).

<sup>48</sup> Si l'on s'en tient aux créances et dettes négociables sur le marché du capital, les *credit market instruments*, la dette nette a, à l'inverse, augmenté très sensiblement.

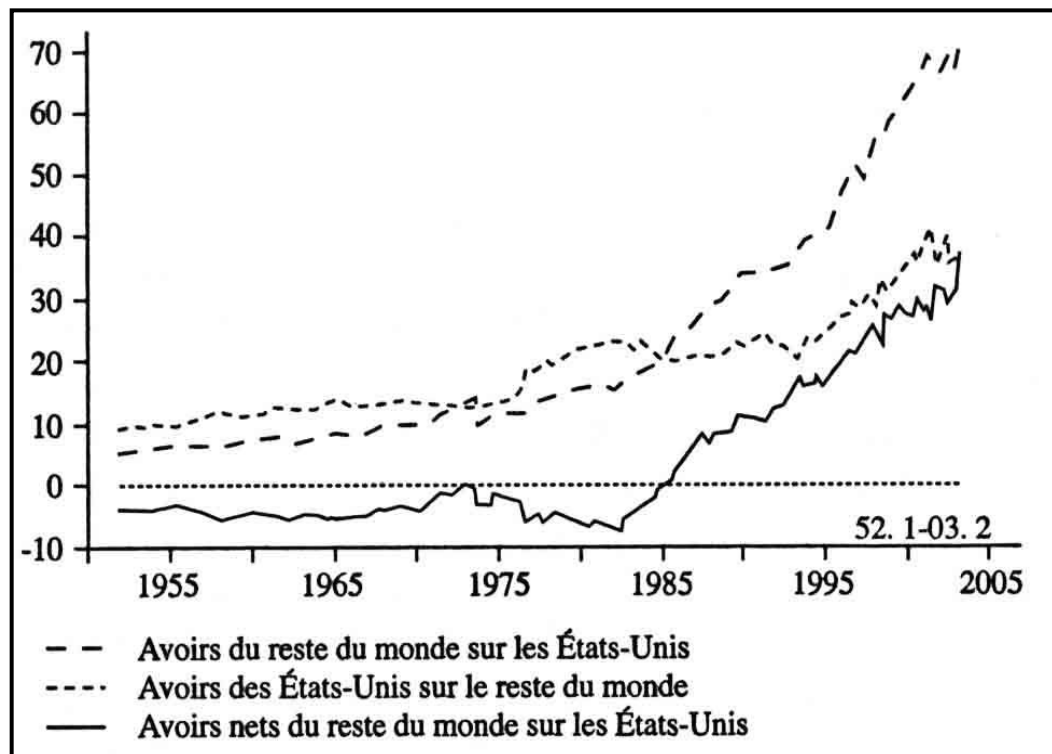
Le déséquilibre de la balance courante révèle une forte dégradation, qu'illustre déjà la figure 5. Les déficits se sont accrus depuis le début des années 1980, avec une brève rémission au début des années 1990 (les notions employées dans ce paragraphe sont présentées dans l'encadré). Corrélativement, les avoirs des étrangers sur les États-Unis ont augmenté à vive allure. La figure 6 donne des mesures des avoirs des agents des États-Unis sur le reste du monde et du reste du monde sur les États-Unis, rapportés à la production de ce pays. On y voit les avoirs des États-Unis augmenter jusqu'à 38,8 % en 2001, alors que simultanément, les avoirs du reste du monde s'accroissaient encore plus rapidement pour atteindre 67,3 % la même année. La figure 6 présente, enfin, le solde, c'est-à-dire l'excédent des avoirs des étrangers. Il était traditionnellement négatif, ce qui signifie que les avoirs états-uniens leur étaient supérieurs. Cette situation se dégrada pour les États-Unis à partir du début des années 1980. Après un changement de signe au milieu de cette décennie, l'excédent des avoirs étrangers atteignit 34 % de la production totale des États-Unis en 2003.

Ces évolutions des stocks d'avoirs se reflètent dans celles des flux de revenus entrant ou sortant des États-Unis. La figure 7 présente ces flux, rapportés à la production du pays. Cette figure confirme la montée subite de ces revenus provenant du reste du monde, et cela dès le début des années 1980. Mais elle montre que, simultanément, les flux de revenus payés par

[91]

**Figure 6.**

Rapports au produit national brut (des États-Unis)  
des avoirs du reste du monde sur les États-Unis,  
et des avoirs des États-Unis sur le reste du monde



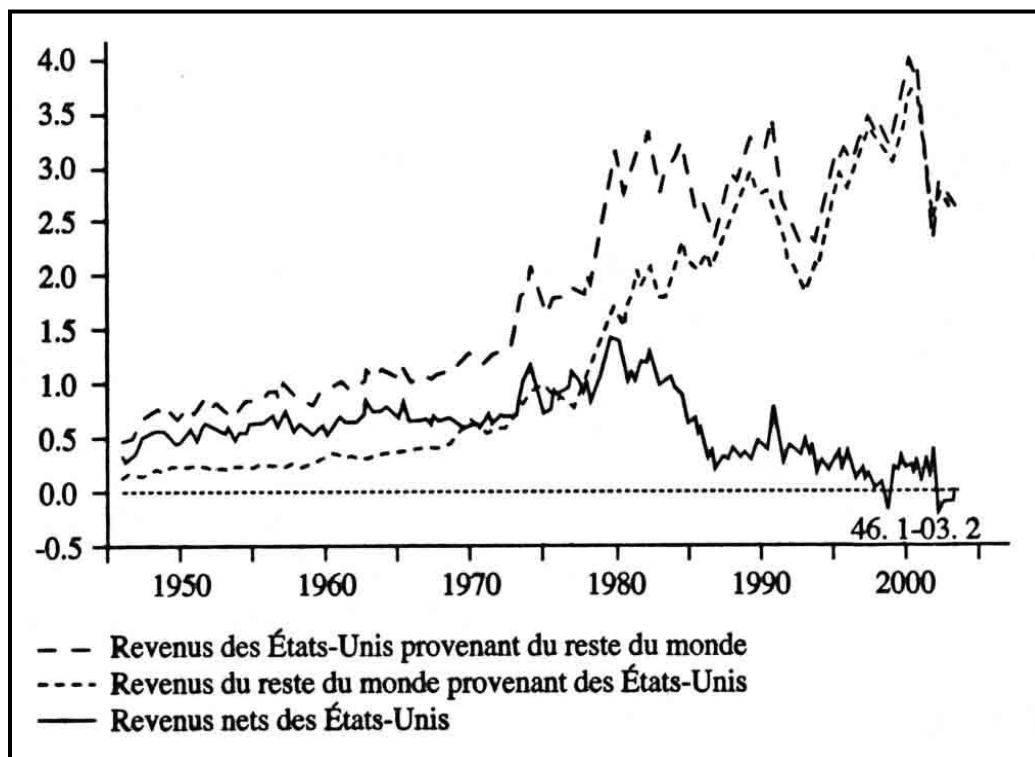
Pour des raisons comptables, la variation du solde (-) est entièrement l'effet des déséquilibres de la balance courante (le solde des exportations et importations de biens et services et des flux de revenus).

Sources : *Flow of Funds* (Federal Reserve).



**Figure 7.**

Rapports au produit national brut des flux de revenus sur les avoirs des États-Unis sur le reste du monde et du reste du monde sur les États-Unis (%)



Un signe négatif de la différence (-) signifie que le reste du monde perçoit davantage de revenus provenant des États-Unis que les États-Unis, provenant du reste du monde.

Sources : International Transactions Data (BEA) ; NIPA (BEA).

[92]

les États-Unis ont encore plus fortement progressé. L'écart entre les deux flux, que décrit la troisième courbe (en trait continu), avait une tendance à croître en faveur des États-Unis dans les années 1970. On voit que cette tendance s'est inversée à partir du début des années 1980. Année après année, le bénéfice net que les États-Unis tiraient de l'étranger s'est réduit, et, au début des années 2000, on voit le pays commencer à payer des revenus à l'étranger égaux ou supérieurs à ceux qu'il reçoit. La formidable vague de consommation des classes les plus aisées a tué la poule aux œufs d'or, pas nécessairement pour elles-mêmes, mais pour l'ensemble du pays, tous agents confondus.

Dans cette détérioration des flux nets de revenus au profit des États-Unis, l'Amérique latine joue un rôle clef. Elle paie des revenus financiers aux États-Unis, mais en reçoit aussi considérablement. Les flux nets (payés par l'Amérique latine moins ceux qu'elle reçoit) s'accroissent graduellement au cours des années 1970 jusqu'à représenter environ 0,5 % de la production totale des États-Unis au début des années 1980<sup>49</sup>. Ce taux chuta ensuite jusqu'à 0,1 % en moyenne au cours des années 1990. La réduction concerne les revenus sur des opérations autres que les investissements directs, c'est-à-dire les placements de portefeuille : *l'Amérique latine place de plus en plus de fonds aux États-Unis*. Il y a superposition de deux flux de capitaux : les banques états-uniennes prêtent aux États d'Amérique latine, mais les capitaux privés fuient massivement la région pour s'investir aux États-Unis.

On peut résumer ces évolutions de la manière suivante. Les États-Unis se sont transformés en un centre de collecte et de redistribution des profits. D'une part, ils tirent de très importants revenus du reste du monde par des investissements et placements particulièrement rentables, et, d'autre part, rétribuent un capital étranger à un taux inférieur.

Au travers de cette intermédiation, un important profit est réalisé, traduisant l'écart des rendements. Mais le déséquilibre de la balance courante a atteint de tels degrés, que le flux net est nul en 2003 et

<sup>49</sup> Ce pourcentage peut paraître faible, mais on se souviendra que les profits intérieurs des États-Unis représentaient 7,1 % de la production totale du pays en 2000.

pourrait devenir négatif ultérieurement. On comprend, dans ce contexte, l'importance des écarts de rendements sur les avoirs que décrit la figure 4. Si les placements et [93] investissements directs états-uniens n'étaient pas nettement plus rentables que ceux des étrangers aux États-Unis, ce pays devrait payer à l'étranger, toutes choses égales par ailleurs, des flux nets de l'ordre de ceux qu'il y prélève, soit, comme on l'a montré, des sommes équivalentes aux profits intérieurs.

Il est peu vraisemblable que les déséquilibres cumulatifs de l'économie états-unienne puissent continuer de s'accroître durablement dans le futur. Leur correction rendra difficile la poursuite de la stimulation de la demande, telle qu'elle a été pratiquée, de plus en plus fortement, depuis les années 1980. Les ferments d'instabilité viendront donc se combiner aux conséquences des rectifications. On peut prévoir, pour le moins, un changement de cours très significatif et un rôle encore plus important de l'État, potentiellement une mise en question du néolibéralisme.

### *Entre démocratie, autoritarisme et militarisme*

Le moment est maintenant venu de dresser un bilan général et d'évoquer les perspectives. On va graduellement élargir le champ de l'analyse, d'un point de vue macroéconomique vers un point de vue plus global et politique.

1. *Le fiasco des marchés*. Au plan macroéconomique, la sortie de récession apparaît fragile et une rechute n'est pas à écarter. Elle impliquerait une intervention étatique encore plus forte, alors que les remèdes employés sont déjà impressionnants : (1) engagement institutionnel à soutenir le crédit aux ménages ; (2) forte stimulation par la politique monétaire (par des taux d'intérêt de la Banque centrale très bas) ; (3) déficit budgétaire élevé ; (4) politique de change agressive ; (5) mesures protectionnistes. Mais les bilans des entreprises sont fragilisés par les séquelles de la bulle boursière, et il sera difficile de stimuler l'investissement. Des mesures plus vigoureuses, dans l'éventualité d'une contraction forte et longue, ou d'une contagion

internationale, impliqueraient une prise de distance accrue vis-à-vis des sacro-saints marchés (encore plus de protectionnisme, retour à un contrôle des changes, et, pourquoi pas, une fermeture temporaire du système bancaire comme celle de 1933 en cas de crise bancaire, etc.).

[94]

2. *L'adieu à la surcroissance états-unienne*. Les conditions du long boom ne sont pas reproductibles à l'avenir. Au-delà d'une contraction d'activité plus sérieuse, doublée ou non d'une crise financière, il est probable que les taux d'accumulation resteront particulièrement faibles, aux États-Unis. Dans cette hypothèse, les taux de croissance de ce pays rejoindraient les rythmes européens, et le dynamisme états-unien des années 1990 appartiendrait au passé, privant la domination états-unienne d'un de ses ressorts et la propagande néolibérale, d'un argument central.

3. *En finir avec l'endettement cumulatif des ménages ?* L'endettement des ménages fait planer un risque d'insolvabilité. Dans une certaine mesure, le coût d'une crise retomberait sur l'État qui s'est largement engagé, mais il frapperait aussi les autres créanciers. Dans l'hypothèse d'un freinage de cet endettement, il faudrait trouver d'autres moyens de stimuler la demande. Quelle demande ? Celle des entreprises ? Cela impliquerait un autre gouvernement d'entreprise et la conservation des profits en leur sein. Un des piliers du néolibéralisme s'effondrerait.

4. *Maîtriser l'endettement extérieur*. La hausse de la dette extérieure oblige le capital états-unien à verser des flux de revenus importants à des agents étrangers. La diminution de la détermination du reste du monde à financer l'économie des États-Unis revêtirait la forme de l'exigence d'une rémunération plus élevée (une prime de risque), qui accentuerait l'érosion des avantages acquis.

5. *La fin des taux d'intérêt élevés et des distributions massives de dividendes*. Les taux d'intérêt réels à long terme sont forts au début des

années 2000 et les distributions de dividendes atteignent des niveaux particulièrement élevés. Rien ne pourra être obtenu en matière d'investissement des entreprises si les profits continuent de sortir des entreprises à ce rythme. Le choix sera donc entre l'investissement des entreprises, d'une part, et les flux de revenus des détenteurs de capitaux (intérêts et dividendes), d'autre part.

6. *Le terme de l'euphorie boursière.* La chute des cours de Bourse n'a pas encore rétabli les taux de rendement des actions [95] (le rapport des profits des sociétés à leur capitalisation boursière). Un ajustement significatif reste sans doute à opérer.

7. *Un néolibéralisme sans objet et perdant l'appui des classes moyennes ?* Les deux observations précédentes signifient que la finalité même du néolibéralisme, à savoir la maximisation des revenus et patrimoines des classes dominantes est fortement compromise. Il en va de même de l'association aux gains, dans le compromis néolibéral, de certaines fractions des classes moyennes. Les assises politiques du néolibéralisme sont donc en question.

8. *La montée des tensions dans le monde et l'accentuation des prélèvements impériaux.* Les ravages que le néolibéralisme a causés (le dernier en date, la crise argentine) suscitent des réactions et résistances croissantes, comme en témoigne la montée des luttes dans le monde, ou l'échec des négociations de Cancún en septembre 2003. Les tensions internes aux États-Unis pourraient être relâchées, dans une certaine mesure, au prix d'une accentuation du prélèvement effectué sur le reste de la planète. La question de la tolérance du monde sera donc importante.

9. *Un changement technique plus rapide ?* Un élément positif reste le rétablissement d'un cours plus favorable du changement technique : la hausse de la productivité du capital qui supporte en partie le rétablissement du taux de profit (figure 1). Il est susceptible de contribuer au maintien des flux de revenus en faveur des classes dominantes. C'est également l'oxygène du compromis social (tout

comme le compromis keynésien aurait été impossible sans le cours favorable du changement technique qui alimenta la prospérité de la période postérieure à la Seconde Guerre mondiale <sup>50</sup>).

En dépit de ce facteur technologique qu'il est difficile d'anticiper, il est possible de pronostiquer pour la/les décennie/s à venir une montée des tensions. Les classes dominantes états-uniennes seront mues par la double volonté : (1) de poursuivre le drainage des revenus à leur avantage, tant au plan national [96] qu'international, et (2) de perpétuer la prééminence internationale de leur pays. Une accentuation de la pression sur le reste du monde est prévisible. Les plus démunis, les producteurs de matières premières, les salariés des transnationales dans les pays les plus pauvres, les pays endettés, etc., se verront soumis à des pressions accrues. On retrouve là les deux composantes de la formule que propose le titre de ce chapitre pour caractériser le monde actuel : néolibéralisme, d'une part, sous hégémonie états-unienne, d'autre part.

On peut conclure ici, sans risque de se tromper, que les ajustements requis par la situation au début des années 2000 sont majeurs. Il faut anticiper, au moins, un nouveau cours du néolibéralisme si les choses évoluent très favorablement pour les classes dominantes ; sinon, son dépassement. Mais dans une telle conjoncture historique, on ne peut savoir si ces ajustements seront moteurs du rétablissement d'un compromis social plus large, évoquant le compromis keynésien, ou de la dérive antidémocratique, autoritaire, répressive et militariste, qu'annonce le tumulte croissant de ce début de siècle [Serfati, 2001]. Comme l'écrivit Marx, ce sont les hommes qui font leur histoire, mais ils la font dans des circonstances déterminées, et qui leur échappent largement. C'est donc le politique qui décidera de ces évolutions, c'est-à-dire la lutte des classes. De même qu'on peut interpréter l'affirmation du néolibéralisme comme le résultat d'une lutte de classe d'ampleur historique et mondiale, la mutation du néolibéralisme, voire son dépassement, mettront en jeu des forces sociales de nature et d'envergure similaires.

<sup>50</sup> Le fléchissement du taux de profit aux États-Unis depuis 1997, est le reflet de la hausse conjoncturelle du coût salarial qui ne va pas se poursuivre.

## Annexe : États-Unis et reste du monde : profits, revenus, actifs financiers

Le calcul des variables emprunte à trois composantes de la comptabilité nationale des États-Unis :

- Comptes nationaux : National Income and Product Accounts (NIPA), Bureau of Economic Analysis (BEA).

<http://www.bea.gov/bea/dn/nipaweb/DownSS2.asp>

- Comptes nationaux financiers : Flow of Funds (Federal Reserve).

<http://www.federalreserve.gov/Releases/ZI/Current/data.htm>

- Relations internationales : International Transactions Data (BEA).

[http://www.bea.gov/bea/international/bp\\_web/](http://www.bea.gov/bea/international/bp_web/)

[97]

### **(1) Données de NIPA**

La base de données NIPA est constituée d'un ensemble de tables (par exemple dans la table 6.19, on trouve les profits après impôt des sociétés, *Corporate Profits After Tax*), et chaque table contient un certain nombre de variables (par exemple, pour la table 6.19, 76 variables correspondant aux profits réalisés dans 76 secteurs différents).

Il faut distinguer les variables « intérieures » (*domestic*), comme dans l'expression produit intérieur, et « nationales », comme dans l'expression produit national, la différence provenant de la prise en compte des relations avec le reste du monde (*rest of the world*, ROTW). On utilise les tables suivantes :

**Table 6.19 : « Corporate Profits After Tax »**

2	Domestic industries
74	Net receipts from the ROTW
75	Receipts from the ROTW
76	Payments to the ROTW
1	Total = Domestic + Net receipts from the ROTW

**Table 6.17 : « Corporate Profits Before Tax »**

La décomposition est la même que pour la table 6.19. Il n'y a pas d'impôts (états-uniens) pour le ROTW : « Corporate Profits After Tax » = « Corporate Profits Before Tax » pour le ROTW.

Les tables 6.17 et 6.19 ne fournissent que des données annuelles. Pour les données trimestrielles, il faut utiliser les trois tables suivantes :

**Table 1.16 : Comptes détaillés des sociétés, « Corporate Business »**

On y retrouve :

10	Domestic corporate profits before tax
12	Domestic corporate profits after tax

(soit les profits des « Domestic industries » des tables 6.17 et 6.19).

**Table 6.16. Corporate Profits**

On y retrouve :

6	Receipts from the ROTW
7	Payments to the ROTW

À ces profits s'ajoutent d'autres revenus. Les revenus totaux se trouvent dans la :



**Table 1.9 : Relation of GDP, GNP...**

- 2 Income receipts from the ROTW
- [98]
- 3 Income payments to the ROTW Dans cette même table on trouve aussi le GDP, le GNP, le NDP...

**(2) Données de *Flow of Funds***

**Table L.107, ROTW : Financial assets and liabilities**

- 1 Total financial assets
- 21 Foreign direct investment in U.S.
- 23 Total liabilities
- 40 U.S. direct investment abroad

**(3) Données de *U.S. International Transactions Data***

**Table 5. Direct Investment : Income, Capital...**

- 1 Income of U.S. direct investment abroad
- 42 Income of foreign direct investment in the United States.

[99]

**La finance mondialisée...**

## **Chapitre 4**

---

# “Les fonds de pension et les fonds mutuels : acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial.”

**Par Catherine Sauviat**

[Retour à la table des matières](#)

Ce chapitre porte principalement sur les fonds de pension et les fonds mutuels. Ces fonds ne représentent certes pas la totalité des investisseurs institutionnels (voir le chapitre 1), mais ils en constituent sans conteste les deux composantes les plus importantes et les plus dynamiques [OCDE, 2003]. La démonstration s’appuie ici sur l’expérience des fonds de pension et des fonds collectifs américains (*mutual funds*). Ceci se justifie d’abord par la taille et la force de frappe financière considérable qu’ils ont acquises en centralisant l’épargne collective et individuelle et en la transformant en capital argent concentré, valorisable sur les marchés. En 2001, les avoirs financiers des fonds de pension américains représentaient les deux tiers des avoirs financiers des fonds de pension de l’ensemble des pays de l’OCDE tandis que ceux des *mutual funds* américains comptaient pour 56 % du total [OCDE, 2003]. L’autre grande raison pour s’intéresser à eux tient au champ d’observation privilégiée qu’ils offrent en tant que nouveaux vecteurs de la transformation des rapports capital/travail.

Réceptacles privilégiés de l'épargne financière des salariés des grandes entreprises et des ménages aisés au cours des années 1980-1990, dans un contexte de montée croissante des inégalités de revenus, les fonds de pension et les *mutual funds* ont émergé comme des acteurs majeurs des marchés financiers, transformant l'ampleur, la structure et le fonctionnement de ces derniers. En devenant les principaux actionnaires [100] des entreprises, mais aussi leurs principaux prêteurs ainsi que ceux des États, ils ont pu revendiquer un double pouvoir de « propriétaire » et de créancier et posé de nouvelles exigences. Les politiques économiques des États ont été de plus en plus contraintes (désinflation compétitive, maîtrise des dépenses publiques, etc.) de même que les stratégies et les orientations de gestion des entreprises (création de valeur, recentrage sur le métier, etc.). La montée en puissance de ces acteurs financiers a également transformé le rapport de forces capital/travail, leur pouvoir disciplinaire en tant qu'actionnaires s'exerçant de fait davantage sur les salariés que sur les dirigeants. Ils sont en effet porteurs de nouvelles normes dans l'entreprise, voire dans la société tout entière, par la définition générale et la légitimation qu'ils sont parvenus à imposer de la création de valeur, incarnée par la plus-value boursière et l'exigence d'une norme de rentabilité financière, comme unité de mesure universelle à l'échelle mondiale. À tel point que le thème de la création de valeur pour l'actionnaire est devenu la rhétorique managériale dominante des années 1990, avec des effets pratiques réels sur la gestion des ressources technologiques, de R&D, humaines et industrielles au sein des entreprises. En conséquence, ce régime de croissance patrimonial [Aglietta, 1998], commandé non seulement par le profit au sens large du terme, mais par la recherche de la « valeur actionnariale », est marqué par un positionnement particulièrement antagonique du capital à l'égard du travail, plus fort encore que sous le fordisme, de sorte que ce dernier peut apparaître rétrospectivement comme l'expression d'un « bon capitalisme ».

Cette nouvelle donne a un impact direct sur les stratégies et les modes d'action syndicale. Aux États-Unis, au Canada ou au Royaume-Uni, pays où l'existence d'une épargne capitalisée dans l'entreprise (épargne retraite et épargne salariale) est importante et ancienne, les syndicats revendiquent des droits de regard croissants sur l'épargne ainsi accumulée dans les fonds de pension. Ils considèrent ces formes

d'épargne comme un salaire différé et l'utilisent comme une arme nouvelle dans l'action, un tremplin pour la reconquête syndicale et la consolidation de leur pouvoir. Ils réclament leurs droits de salariés, qui s'expriment de fait par des droits de propriétaires (ils utilisent à cet égard le terme de « *working capital* »), et poursuivent des stratégies d'activisme en tant qu'actionnaires. L'intérêt récent porté par les organisations syndicales à l'investissement [101] socialement responsable et aux fonds d'investissement éthique tout comme à l'activisme actionnarial y compris en Europe participe de cette logique. Mais cet engagement syndical aux côtés d'autres actionnaires est ambigu. En visant, à partir de leur posture d'actionnaires, à rééquilibrer les rapports de force en faveur du travail et à régénérer un syndicalisme partout sur le déclin, leurs marges de manœuvre sont extrêmement étroites et ce double positionnement est potentiellement porteur de conflits d'intérêts et prête à la confusion des rôles.

## Des acteurs financiers d'origine distincte, dotés d'une importante force de frappe financière

[Retour à la table des matières](#)

Les régimes de retraite par capitalisation ont donné naissance dans des pays anglo-saxons comme les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni ou l'Australie, mais aussi dans plusieurs pays européens (Pays-Bas et Suisse notamment) à des « fonds de pension », c'est-à-dire des caisses de retraite séparées des comptes de l'employeur au sein desquelles des réserves financières issues d'une épargne d'origine soit patronale, soit salariale (soit les deux) sont accumulées et valorisées sur les marchés financiers. Ces réserves doivent servir à payer des rentes de retraite aux salariés. Les entrées de fonds proviennent des cotisations et des rendements financiers engendrés par le capital investi, les sorties de fonds représentent principalement les rentes versées aux participants. Les principales contraintes qui s'exercent sur la gestion d'un fonds de pension sont ses besoins de liquidités, sa tolérance au risque et son horizon temporel d'anticipation des perspectives de rendements, liés à sa phase de croissance et à la pyramide des âges des participants.

### *Les fondements de la puissance des fonds de pension*

Aux États-Unis, le développement des régimes professionnels de retraite se situe principalement entre la fin de la Seconde Guerre mondiale et le début des années 1970. Ce développement a reposé sur des incitations fiscales comme sur la pression des syndicats pour mettre en place des régimes à prestations définies dans le secteur privé et améliorer le niveau des pensions des salariés. Ces régimes professionnels, négociés par [102] les syndicats au sein des grandes entreprises <sup>51</sup>, prévoient alors typiquement le versement d'une rente en fonction de l'âge, de l'ancienneté des salariés ainsi que de leur niveau de salaire. Ils reçoivent des cotisations d'origine quasi essentiellement patronale. Le vieillissement de la population, le dynamisme de l'emploi manufacturier et l'expansion de ces régimes pendant la période de croissance fordiste contribuent ainsi à alimenter l'essor de cette épargne financière, qu'une inflation non maîtrisée et des faillites spectaculaires d'entreprise viennent régulièrement rogner en l'absence d'une réglementation contraignante.

Le montant des sommes détenues par les fonds de pension se consolide dans les années 1970 avec le vote de la loi ERISA en 1974 qui les oblige à provisionner leurs engagements en matière de retraite. Cependant, leur pouvoir financier ne s'affirme réellement qu'à partir des années 1980 : la montée des taux d'intérêt, l'essor de la Bourse et l'assise d'un régime de faible inflation viennent gonfler alors les cotisations accumulées et placées sur les marchés financiers, en titres de la dette publique puis de plus en plus en actions d'entreprise. La déréglementation des marchés d'actifs et la libéralisation des marchés de capitaux ont en même temps décuplé leurs opportunités de placement.

<sup>51</sup> La retraite professionnelle fait son entrée dans la négociation collective en 1949.

### ***L'externalisation de la gestion des fonds***

Au cours des années 1980, les régimes par capitalisation se sont néanmoins profondément transformés, transférant le risque et le coût des retraites des employeurs aux salariés et jetant par là même les bases de l'essor d'un segment spécialisé de la gestion d'actifs, celui des *mutual funds*. Durant cette période, le mouvement intense de restructurations des entreprises a conduit en effet de nombreux employeurs à fermer leurs régimes à prestations définies pour s'accaparer leurs excédents et se procurer ainsi les liquidités nécessaires aux opérations de fusions-acquisitions croissantes [Ghilarducci, 1992], ou encore à les transformer en plans à cotisations définies, à la recherche d'un coût et d'une responsabilité moindres pour se dégager des contraintes imposées par la loi ERISA. Les régimes à prestations définies, les seuls véritables régimes de retraite [103] d'entreprise à garantir des rentes prédéterminées, ont ainsi fortement reculé au profit des plans à cotisations définies (notamment les plans 401k mis en place en 1982), qui relèvent pourtant d'une tout autre logique : ici, c'est le salarié qui cotise principalement à un compte individuel et qui supporte le risque financier, son niveau de pension étant déterminé *in fine* par le montant de ses cotisations et le résultat de ses placements sur les marchés financiers [Roberts, 2000].

En conséquence, la proportion de salariés couverts par de véritables régimes de retraite d'entreprise a diminué fortement au cours des années 1980 et 1990, pour ne plus concerner qu'environ 20 % des salariés américains en 2000 (contre 43 % en 1975), tandis que la proportion de salariés relevant des régimes à cotisations définies l'a dépassée, atteignant désormais 27 %. Cette évolution peut se lire également au niveau des avoirs des fonds : depuis 1995 dans le secteur privé, les actifs financiers accumulés par les fonds de pension à cotisations définies sont devenus supérieurs à ceux des fonds de pension à prestations définies.

Cet essor des fonds de pension à cotisations définies a contribué à renforcer fortement l'industrie des *mutual funds*. La loi ERISA de 1974, en édictant un certain nombre de règles prudentielles, a eu entre autre conséquence d'inciter les fonds de pension à externaliser de façon croissante la gestion de leur épargne financière et à la confier à des

gestionnaires spécialisés. Aujourd'hui, seuls les plus grands fonds de pension à prestations définies ont conservé la gestion d'une partie de leurs actifs en interne, ceux du secteur public gérant le plus souvent de manière passive en fonction d'un indice boursier de référence<sup>52</sup>. Le modèle dominant consiste au contraire à confier cette tâche à des gestionnaires professionnels, eux-mêmes de plus en plus spécialisés (selon les classes d'actifs) au sein de banques, compagnies d'assurances ou sociétés d'investissement diverses [Clark, 2000]. Chacune de ces institutions financières obéit à une réglementation et à des règles prudentielles propres. Lorsque la gestion des actifs des fonds de pension est confiée à une compagnie d'assurances, ils peuvent l'être de deux façons distinctes : certains fonds dits « assurés » sont intégrés aux réserves des compagnies d'assurances. Dans ce cas, c'est la [104] compagnie d'assurances qui assure le risque de placements, soit en garantissant un taux de rendement, soit en distribuant des rentes viagères au travers de placements à revenu fixe (obligations, bons du Trésor, etc.). L'autre modalité de gestion des fonds de pension par les compagnies d'assurances se fait au travers de « comptes séparés » où c'est le contractant qui supporte le risque de placement.

### *L'essor de la gestion collective de l'épargne*

Lorsque la gestion des actifs des fonds de pension est déléguée à des banques ou à des gestionnaires de *mutual funds*, ce sont les sponsors du plan ou les salariés qui assument le risque de placement selon la nature des régimes de retraite (à prestations ou à cotisations définies). Les banques, au travers de filiales spécialisées créées de façon *ad hoc* (*department trust*), sont d'importants gestionnaires d'actifs des fonds de pension, en particulier ceux à prestations définies [Baudru et Kechidi, 1998]. Mais les *mutual funds* ont accru notablement leur part de marché de la gestion déléguée des actifs des fonds de pension, notamment ceux à cotisations définies en pleine croissance (les fameux plans 401k qui tirent leur nom d'une section du code des impôts

<sup>52</sup> La gestion indicielle consiste à reproduire au niveau du portefeuille d'actifs d'un fonds la composition d'un indice boursier de référence.

américain). Ils sont en particulier devenus l'instrument privilégié de l'investissement international des fonds de pension [Sauviat, 2003b].

L'essor des *mutual funds*, et dans d'autres pays des sociétés d'investissement, s'est fait à partir des années 1980 au détriment des banques de dépôt traditionnelles : les succès remportés d'abord par les Sicav monétaires grâce à la montée des taux d'intérêt à court terme puis par les plans de retraite à cotisations définies (401k) ainsi que les plans individuels de retraite (IRAs) grâce à l'octroi d'incitations fiscales appropriées familiarise les ménages et les salariés américains avec la gestion collective de l'épargne. *Via* ces plans de retraite, des dizaines de millions de familles de la classe moyenne s'initient pour la première fois au marché boursier. Dans la plupart des cas, cette initiation se fait au travers de la détention de parts de *mutual funds*, qui constituent le support privilégié des placements des plans 401k. Aujourd'hui, près de 20 % des actifs financiers des ménages américains sont effectivement placés dans ce type de produits financiers. L'image de marque de ces sociétés est très médiatisée : elles apparaissent fréquemment dans des publicités [105] diffusées par la presse télévisée ou écrite<sup>53</sup>. Elles possèdent de la sorte un avantage concurrentiel indéniable par rapport aux autres institutions financières qui proposent des types d'investissements alternatifs moins connus du grand public. Aux États-Unis, les noms de Fidelity, de T. Rowe Price ou de Vanguard sont aussi connus et familiers que ceux de Citicorp ou de la Chase Manhattan Bank.

La fonction de ces sociétés est de constituer et de gérer un portefeuille collectif de valeurs mobilières (équivalent français des OPCVM) auquel souscrivent des investisseurs individuels et

<sup>53</sup> Les médias ont grandement contribué à rendre l'activité boursière elle-même populaire, et d'une certaine manière quasi naturelle à l'activité humaine quotidienne, ayant banalisé l'achat d'actions au même titre que l'achat de n'importe quel bien de consommation. La chaîne câblée CNBC, créée en 1989, a joué un rôle central dans cette diffusion aux côtés d'autres réseaux dédiés à l'information financière comme CNNfn et Bloomberg TV. Les clubs d'investissement ont participé également à cette popularisation de la culture boursière, dont le nombre a explosé au cours de la décennie 90 et dépasse désormais celui des salles de cinéma aux États-Unis, étant pour certains dédiés à des communautés spécifiques : il y a des clubs d'investissement pour les Noirs, les Asiatiques, les étudiants et même les lycéens [Cassidy, 2002].



institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurances, etc.) qui deviennent actionnaires en achetant des parts du fonds. Les trois quarts des *mutual funds* sont détenus par des ménages, le quart restant par des investisseurs institutionnels. Un *mutual fund* peut être géré soit par des sociétés indépendantes comme aux États-Unis (Fidelity, Scudder, Vanguard, Putnam), soit par des filiales de banques ou de compagnies d'assurances comme c'est souvent le cas en Europe. À la différence des fonds de pension, ces fonds d'investissement collectif ne possèdent pas d'actifs en propre, mais ne font que gérer ces actifs pour le compte de leurs clients. Ce sont des gestionnaires pour compte de tiers. Ils sont particulièrement puissants financièrement : à fin 2002, le montant des actifs institutionnels gérés au niveau mondial par le groupe Fidelity au travers de plus de trois cents fonds individuels (576 milliards de dollars) était plus de quatre fois supérieur aux actifs de CalPERS, le premier fonds de pension aux États-Unis (128,7 milliards de dollars) <sup>54</sup>.

[106]

### ***Une force de frappe financière alimentée par la Bourse***

À la fin des années 1990, les avoirs financiers des fonds de pension et des *mutual funds* américains constituent une force de frappe financière considérable, qui s'est affranchie, grâce à la déréglementation financière, des frontières domestiques pour répondre aux besoins des fonds en matière de diversification des risques. La sphère d'intervention de ces acteurs financiers est devenue mondiale et c'est à cette échelle qu'ils opèrent leurs arbitrages entre rendements et risques de portefeuille.

La très forte valorisation boursière dans les années 1990 est venue gonfler de manière fictive les avoirs de ces acteurs financiers, de plus en plus fortement investis en actions, domestiques et internationales. La politique de placement des fonds de pension s'est orientée vers des actifs de plus en plus risqués (les actions non cotées notamment), à

<sup>54</sup> Cf. « The Top 200 Pension Funds », *Pensions & Investments*, 20 janvier 2003 et « Managers ranked by worldwide institutional assets under management », *Pensions & Investments*, 26 mai 2003.

mesure que le marché boursier offrait des opportunités de gains croissants. Les grands fonds de pension du secteur public, longtemps contraints dans leur stratégie d'allocation de portefeuille par des réglementations étatiques restrictives, ont été autorisés progressivement à accroître leurs placements en actions : en septembre 2000, la part de ces placements dans leur portefeuille avait atteint 61 %, soit le double de ce qu'elle représentait en 1985 (30 %). Durant la même période, les fonds de pension à prestations définies du secteur privé ont vu cette part passer de 48 % à 63 %<sup>55</sup>. De leur côté, les gestionnaires de *mutual funds* ont multiplié la création de fonds dédiés aux actions : entre 1985 et 2002, leur nombre a été multiplié par huit aux États-Unis, passant de 562 à 4 756 fonds. En conséquence, le montant des actifs accumulés dans ces fonds « action » a connu une forte croissance : alors qu'il ne représentait que 22 % du montant total des actifs des *mutual funds* en 1990, il atteignait 59 % à son pic en 1999, pour redescendre à 42 % en 2002 à cause de la chute des marchés boursiers [ICI, 2003].

[107]

## Des acteurs majeurs des marchés et de la bulle financière, animés du double impératif de rentabilité et de liquidité

[Retour à la table des matières](#)

Les investisseurs institutionnels, aux tout premiers rangs desquels on trouve les fonds de pension et les *mutual funds*, sont à l'origine de l'essentiel des transactions sur les marchés d'actifs. Sur la place de Paris par exemple, ils comptaient à fin 2002 pour plus de 90 % des transactions sur les actions et pour plus de 95 % des transactions obligataires, l'essentiel de ces transactions étant réalisées sur les marchés secondaires, c'est-à-dire sur des titres de propriété ou de créance déjà émis<sup>56</sup>. Ils sont ainsi principalement responsables des

<sup>55</sup> Cf. « Pension funds' role in bubble », *Pensions & Investments*, 22 juillet 2002

<sup>56</sup> Cf. M.-C. BERGÉ et D. ROUGÈS, « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2002 », *Bulletin de la Banque de*

mouvements quotidiens du prix des actions. Ils ont aussi contribué à augmenter les volumes de titres échangés, notamment parce qu'ils opèrent leurs transactions par bloc : à la Bourse de New York (NYSE), ce type de transactions, qui implique l'achat ou la vente d'au moins 10 000 actions, représente près de la moitié du volume d'actions échangées<sup>57</sup>. L'accroissement du volume des transactions boursières est allé de pair avec une réduction de la durée moyenne de détention des actions dans les portefeuilles : durant la dernière décennie, cette durée serait passée de deux ans à huit mois. Les fonds de pension, en externalisant de façon croissante la gestion de leurs avoirs à des gestionnaires spécialisés (notamment la partie de leurs avoirs détenus en titres étrangers), exercent une pression forte sur ces derniers pour obtenir un retour élevé sur investissement. Car ce retour est comptabilisé comme revenu dans les comptes financiers de l'entreprise sponsor du fonds et vient gonfler artificiellement ses profits. Et la concurrence entre gestionnaires de fonds s'est intensifiée, dans un contexte de restriction du nombre de mandats sous gestion des fonds de pension à prestations définies. Elle s'est traduite par la montée en puissance des gestionnaires de *mutual funds*, au détriment des gestionnaires traditionnels (filiales de banque, compagnies d'assurances) et par la recherche de performances financières toujours plus élevées.

*France*, n° 112, avril 2003. Les pourcentages sont obtenus en additionnant les secteurs « investisseurs institutionnels » et « non résidents », considérant que ce dernier secteur concerne principalement des investisseurs institutionnels.

<sup>57</sup> Cf. 2002 NYSE Factbook, <<http://www.nysedata.com/factbook/>>.

[108]

*Une responsabilité  
dans l'accroissement de l'instabilité financière*

Acteurs majeurs des marchés financiers, ces investisseurs institutionnels contribuent à leur instabilité croissante en multipliant les transactions et les opérations de placement de plus en plus risquées. Après avoir, pour des besoins de diversification des risques, commencé à investir en direction des pays émergents au début de la décennie 1980, les fonds de pension et gestionnaires de *mutual funds* y ont accru leurs placements au début de la décennie 1990 avant d'effectuer des retraits brutaux qui ont provoqué l'effondrement des marchés d'actions et des marchés des changes des pays concernés. Quand bien même ces placements ne représentent qu'une part marginale de leur portefeuille global [Sauviat, 2003b], leurs flux et reflux ont déclenché une succession de crises financières en Amérique latine et en Asie. Ayant tendance à se comporter de façon mimétique, ils contribuent à amplifier la volatilité des mouvements de capitaux et du prix des actifs, sur des places financières à faible liquidité où le moindre mouvement de portefeuille peut avoir des effets disproportionnés compte tenu de leur poids relatif dans la capitalisation boursière de ces économies.

Mais il y a plus : en déversant massivement leurs liquidités sur les différents marchés d'actifs, ils ont contribué non seulement à gonfler la demande de placement à laquelle a répondu le recours accru des entreprises et des États au marché financier, mais aussi à tirer les cours à la hausse pour satisfaire leurs exigences de rentabilité et leur recherche de rendements supérieurs à ceux de leurs concurrents. L'accumulation financière produite par l'institutionnalisation de l'épargne a donc conduit pour une large part à l'accroissement de la demande de placement en actifs financiers, notamment en actions et à la hausse du prix de ces actifs, ainsi qu'à leur volatilité. Ce faisant, les fonds ont participé à la formation et à l'entretien d'une bulle chronique qui a fini par se dégonfler brutalement en 2000, après la révélation de manipulations comptables frauduleuses et les faillites retentissantes de quelques grandes entreprises américaines.

Depuis le krach de 2000 et la baisse de la valeur de leurs portefeuilles d'actifs, les fonds de pension à prestations définies, dont beaucoup aujourd'hui sont en situation de [109] sous-financement et soumettent fortement à tension le système de retraite américain par capitalisation [Sauviat, 2003a], sont à la recherche de placements plus diversifiés, plus rémunérateurs et donc plus risqués. Ils se mettent à investir dans les *hedge funds*, des fonds spéculatifs dont la stratégie de placement est d'autant plus agressive et risquée (exploitation systématique des anomalies ou des distorsions temporaires de prix des actifs) que leurs gestionnaires sont rémunérés en fonction de leurs performances. Ainsi, 7 milliards de nouvelles liquidités auraient été placées sur le marché des *hedge funds*, qui représentait en 2002 environ 600 milliards de dollars contre 120 milliards de dollars en 1992, soit entre 3 et 4 % de la capitalisation boursière mondiale <sup>58</sup>.

### ***Une priorité à la rentabilité financière***

Les fonds de pension et gestionnaires de *mutual funds* sont des agents soucieux de la rentabilité financière de leurs titres. Ils procèdent à des placements financiers en opérant un arbitrage constant entre rendements et risques. Ils sont mus avant tout par des anticipations de gains et la réalisation de plus-values en capital. Quand bien même ils ont des engagements de long terme, ils ont tendance à se comporter davantage comme des *traders* focalisés sur les opportunités de profit financier engendrées par les mouvements de cours des titres que comme des investisseurs soucieux de la capacité de l'entreprise d'engendrer un flux de profit durable : ils ne résisteront guère par exemple à l'opportunité d'une prime d'acquisition à l'occasion d'une OPA <sup>59</sup> ou bien encore ils se retireront sans état d'âme d'une entreprise, fût-elle saine, performante et son titre bien coté en Bourse, s'il n'y a plus de perspective de plus-value boursière à court terme. Ils considèrent

<sup>58</sup> Cf. *BIS Quarterly Review*, septembre 2003.

<sup>59</sup> Lors de la vague d'OPA hostiles des années 1980 aux États-Unis, au plus fort du marché pour le contrôle des entreprises, les fonds de pension et *mutual funds* se sont portés acquéreurs d'obligations pourries, les instruments de financement privilégiés des rachats d'entreprises, et ont acheté et vendu les actions servant de support aux OPA.

toujours les titres qu'ils ont acquis comme des actifs négociables, jamais comme des actifs immobilisés.

Cette logique dominante se décline néanmoins de façon différenciée selon le degré de tolérance aux risques et les contraintes prudentielles auxquels les différents types [110] d'investisseurs institutionnels sont soumis. Certains fonds de pension ont des horizons de gestion plus longs que les sociétés d'investissement gestionnaires de *mutual funds*. Les fonds de pension américains du secteur public ont notamment un taux de rotation du portefeuille moins élevé que celui des autres investisseurs institutionnels <sup>60</sup> parce qu'ils gèrent le plus souvent selon un indice <sup>61</sup>. Mais bien qu'étant les acteurs les plus susceptibles d'être des investisseurs de long terme, ils ont cherché à profiter comme les autres des opportunités de placement en actions dans les NTIC en plein essor dans la deuxième moitié des années 1990. La structure de leur passif (c'est-à-dire de leurs engagements en matière de retraite) aurait dû pourtant les pousser à privilégier des placements moins risqués, à mesure que ces fonds arrivaient à maturité. Le mimétisme auquel ils ont succombé dans leurs choix de placement a été loin de correspondre à une méthode de gestion inspirée par des considérations de long terme [Boubel, Boutillier, Queron, 2003].

### ***La recherche exclusive de performances financières***

Les gestionnaires de *mutual funds* n'ont pour leur part aucune espèce d'obligation par rapport à leurs clients. Les particuliers qui leur confient leur épargne en vue d'une valorisation ou les salariés titulaires de plans 401k ou de plans individuels de retraite supportent directement le risque de placement. Contrairement aux fonds de pension à prestations définies qui sont tenus de verser des retraites à leurs anciens

<sup>60</sup> K. Brancato [1997, p. 190] notait que les fonds de pension du secteur public affichaient en 1995 le taux de rotation du portefeuille le plus faible des investisseurs institutionnels (20,7 %), en comparaison de leurs homologues du secteur privé (24,8 %) mais surtout des gestionnaires de *mutual funds* (42,3 %) ou des sociétés gestionnaires de portefeuille (59,2 %).

<sup>61</sup> BIS [2003, p. 15] estime que les fonds de pension gèrent environ 35 % de leurs actifs en gestion indexée aux États-Unis, 30 % au Royaume-Uni et entre 10 % et 20 % en Europe.

salariés et de se conformer à la règle de l'« investisseur prudent », l'horizon de gestion des *mutual funds* est inscrit dans le court terme. Ils gèrent en effet des fonds à capital variable dont les parts doivent pouvoir être restituées à n'importe quel moment, à la demande d'un investisseur individuel et à leur valeur liquidative calculée quotidiennement à la fermeture de la Bourse. Ils doivent donc rester liquides pour une partie de leur portefeuille et voient de surcroît leurs performances scrutées, évaluées et [111] classées périodiquement (généralement tous les trimestres) par des cabinets de conseil spécialisés. Une performance inférieure à la moyenne peut entraîner la perte d'un mandat et/ou moins de nouveaux clients ou d'entrées de liquidités et constitue une menace permanente pour le gestionnaire, rémunéré en fonction du volume des actifs gérés.

La pression concurrentielle entre *mutual funds* qui en résulte, doublée d'une concurrence interne entre gestionnaires appartenant à un même groupe, incite ceux-ci à multiplier les transactions. Ils sont avant tout à la recherche de performances financières et s'efforcent de « battre le marché » en pratiquant en général une gestion active ayant pour cible l'entreprise au niveau mondial. Ainsi, en 2000, le taux de rotation de leur portefeuille atteignait 122 % en moyenne [Levitt, 2002, p. 51]. Ce chiffre signifie que sur l'année considérée, leur portefeuille a été entièrement reconstitué et même plus d'une fois pour certains titres <sup>62</sup>. D'autre part, les gestionnaires de *mutual funds* se mettent à coller de plus en plus aux pratiques des *hedge funds*, étant en concurrence avec eux dans la recherche et la fidélisation des meilleurs gestionnaires de portefeuille et cherchant à utiliser les mêmes instruments qu'eux, notamment la vente à découvert, afin de rester compétitifs dans un contexte boursier déprimé. Certaines sociétés d'investissement gestionnaires de *mutual funds* ont même racheté des *hedge funds* et cette proximité les a d'ailleurs conduites à de nombreux faux pas qui risquent de leur coûter cher (cf. encadré ci-joint). En un mot, les *hedge funds* banalisent leurs pratiques et tirent ce faisant les pratiques du

<sup>62</sup> Sur l'ensemble du portefeuille, il se peut qu'en réalité, certains titres n'aient pas été vendus mais qu'en revanche, d'autres titres aient fait l'objet de multiples transactions. D'autre part, s'agissant d'une moyenne, on peut penser que certaines sociétés ont une gestion plus active que d'autres. De fait, près d'un quart des *mutual funds* opèrent un renouvellement complet de titres chaque année selon le magazine spécialisé *Morningstar*.



marché, ayant capté une clientèle croissante d'investisseurs institutionnels. Ils devraient prochainement faire l'objet, pour la première fois dans leur histoire, d'une surveillance et d'une réglementation accrue des autorités boursières états-uniennes (SEC), alors qu'ils jouissaient jusqu'à présent d'une totale liberté d'action sous prétexte qu'ils s'adressaient à une clientèle restreinte de riches particuliers, caractérisée par la possession d'un patrimoine et d'un revenu élevés, [112]

### **Le scandale des *mutual funds* américains**

Fin 2003, les *mutual funds* dont un ménage américain sur deux dépend pour sa retraite, voient leur image flétrie par une série de scandales qui prolongent ceux qui ont touché des grandes banques d'investissement de Wall Street, des firmes de courtage et de la Bourse de New York. Une quinzaine de *mutual funds* importants et anciens sont, depuis septembre 2003, l'objet d'enquêtes et de poursuites judiciaires de la part des organes de régulation (procureur de l'Etat de New York, de la SEC, de la NASD) pour pratiques illicites aux dépens des actionnaires, dont de nombreux titulaires de plans 401k. Ces révélations sont d'autant plus choquantes outre-Atlantique que ce secteur était considéré comme le havre des petits investisseurs, cultivant l'image d'une industrie financière au service de l'Américain moyen.

Selon ces enquêtes, ces *mutual funds* auraient effectué des transactions avec des *hedge funds*, permettant à ces derniers de profiter d'informations privilégiées après l'heure de clôture (16 heures), mais en référence au prix de clôture de la valeur des actifs du fonds (*late trading*), afin d'obtenir leurs investissements en retour. Ils sont également accusés de *market timing*, pratique qui consiste à profiter du décalage horaire entre le moment où les fonds calculent leurs prix journaliers et les mouvements de prix réels sur les marchés étrangers. Cette pratique, qui incite à des transactions de court terme, a permis à des *hedge funds* d'acheter des parts de *mutual funds* à des prix non disponibles pour la plupart des investisseurs actionnaires des fonds. Officiellement découragée par les fonds eux-mêmes, elle est de fait répandue auprès de clients privilégiés et utilisée par certains managers pour leur propre compte.

Parmi les *mutual funds* mis en cause, on compte les plus importants du secteur (Bank of America, Janus Capital Group, Strong Capital Management, Bank One Corp, Putman et Alliance). Plusieurs démissions de hauts responsables ont d'ores et déjà eu lieu (P-DG de Janus et de Putnam) ainsi que



de nombreux licenciements de salariés. Des grands fonds de pension du secteur public ont décidé de retirer la gestion d'une part des actifs traditionnellement confiés à certains d'entre eux (Putnam et Alliance). Les premières sanctions financières commencent à tomber : Alliance Capital a accepté de payer 250 millions de \$ pour arrêter les poursuites de la SEC, lesquels seront rétrocédés aux porteurs de long terme. Pour mémoire, il convient de rappeler que le règlement à l'amiable intervenu entre la SEC et les grandes banques de Wall Street en 2003, suite à la révélation des conflits d'intérêts au sein des banques d'investissement aux dépens des investisseurs, a coûté au total 1,4 milliard de dollars. Citigroup a payé l'amende la plus élevée (400 millions de dollars), suivi par CSFB (200 millions de dollars), Merrill Lynch (200 millions de dollars), Morgan Stanley (125 millions de dollars), Goldman Sachs (110 millions de dollars), etc. Outre la sanction financière proprement dite, Alliance Capital s'est engagé auprès du procureur général de l'État de New York, E. Spitzer, à réduire ses commissions de gestion de 20 % et à les geler sur cinq ans.

Là pourrait se situer l'autre nœud du problème, mis en lumière à cette occasion et passible de réforme, pour ce pan de l'industrie financière qui [113] avait jusque-là réussi à rester à l'abri des scandales : les *mutual funds* collectent annuellement 50 milliards de dollars de frais de gestion, frais invisibles et apparemment indolores du fait qu'ils sont déduits automatiquement [Levitt, 2002]. Ces coûts, qui sont toujours évalués en pourcentage des actifs sous gestion, peuvent paraître peu élevés (en moyenne 1,38 %), alors qu'en réalité, ils contribuent à réduire considérablement les retours sur placement des investisseurs (notamment individuels).

contrairement aux sociétés d'investissement gestionnaires de *mutual funds* <sup>63</sup>.

<sup>63</sup> 49,6 % des ménages possédaient des parts de *mutual funds* aux États-Unis en 2002. Le profil type de l'investisseur pour ce type de produit financier est un chef de famille âgé de 46 ans, dont le ménage dispose d'un revenu annuel de 62 000 dollars, cf. [ICI, 2003].

## La nature du nouveau pouvoir actionnarial

[Retour à la table des matières](#)

Dans beaucoup de pays, les investisseurs institutionnels sont devenus les principaux actionnaires des entreprises. C'est le cas notamment des plus grandes qui font appel à l'épargne publique, ayant fait des actions un instrument privilégié de leurs placements domestiques comme internationaux. Ils ont progressivement détrôné les ménages dans la position de propriétaire des titres représentatifs des principaux actifs industriels, de même qu'ils se sont substitués en partie aux banques en tant qu'intermédiaires financiers, *via* la titrisation des dettes. Dans les pays où la capitalisation boursière est relativement limitée, et/ou dans lesquels les dispositifs de retraite par capitalisation restent encore marginaux, leur poids relatif leur confère une puissance financière qui est souvent perçue comme une menace sérieuse pour la souveraineté des entreprises, voire de l'État en question, *a fortiori* lorsque ces investisseurs sont principalement des non-résidents comme en France.

Aux États-Unis, ce transfert de « propriété » s'est opéré principalement entre 1965 et 1985 : la part des investisseurs institutionnels dans la détention des actions est passée de 14 % à 45 % au cours de cette période tandis que celle des actionnaires individuels tombait dans le même temps de 84 % à 49 %. Aujourd'hui, les fonds de pension possèdent 21 % des actions, les gestionnaires de *mutual funds* 19 %, les compagnies d'assurances un peu moins de 8 % tandis que les ménages n'en [114] détiennent plus que 36 %<sup>64</sup>. Au Royaume-Uni, la part des actionnaires individuels est tombée encore plus bas en 2000 (16 %) tandis que les fonds de pension et les compagnies d'assurances détenaient respectivement 17,7 % et 21 % des actions.

<sup>64</sup> Cf. « Flows of funds accounts. Historical series 1995-2002 », *Board of Governors of the Federal Reserve System*, table L. 213. Les compagnies d'assurances se sont vu interdire le droit de détenir des actions pendant près d'un demi-siècle, suite à des faillites retentissantes du secteur au début du XX<sup>e</sup> siècle. Cette législation a été d'abord assouplie dans l'État de New York en 1951, siège des plus importantes compagnies d'assurances, puis ailleurs dans les années 1980.

La concentration des actions d'entreprises dans les mains de ces puissantes institutions financières, notamment les plus grandes valeurs de la cote parce qu'elles offrent le plus de liquidité, qui s'oppose au modèle de la dilution de l'actionariat individuel longtemps prévalant, leur a conféré le pouvoir de revendiquer collectivement leurs prérogatives d'actionnaires et d'exiger des entreprises et de leurs dirigeants des niveaux élevés de retour sur placement. Ce pouvoir remonte aux années 1980, à l'occasion de la vague d'OPA hostiles et du développement de ce qu'il est convenu d'appeler un « marché pour le contrôle des entreprises ». Les fonds de pension et les gestionnaires de *mutual funds* y ont joué un rôle actif, en se portant acquéreurs de titres qui ont servi au financement d'opérations comme les rachats d'entreprises avec effet de levier ou des opérations de fusions-acquisitions et d'OPA hostiles. Par la suite, les fonds de pension et les gestionnaires de *mutual funds* ont recherché dans les placements en actions une source privilégiée de rendement de leur portefeuille d'actifs et commencé ce faisant à contester activement le pouvoir des managers [O'Sullivan, 2000]. Ils ont contribué ainsi à l'affirmation d'une conception toute financière de l'entreprise, qui fait de cette dernière une collection d'actifs divisibles et liquides, prêts à être cédés ou achetés au gré des opportunités de rendement financier. Cette conception a certainement commencé à poindre dès les années 1960 aux États-Unis, au moment de la formation des grands conglomérats et de la prise de pouvoir des financiers à leur tête [Fligstein et Markovitz, 1993]. Elle a triomphé dans les années 1980 lorsque ces mêmes dirigeants se sont lancés dans des opérations destinées à accroître le prix des actions, pour se protéger ou être capables de racheter d'autres entreprises.

Ce nouveau pouvoir des investisseurs institutionnels se manifeste par la menace permanente de retrait qu'ils brandissent face [115] aux directions d'entreprise et la possibilité qu'ils ont de s'affranchir de tout engagement financier du jour au lendemain. Il procède de la liquidité des titres [Orléan, 1999]. Mais il ne repose pas sur la menace ou sur l'utilisation de leur seule puissance financière. Il se double d'un pouvoir plus large et plus diffus, celui d'évaluer publiquement les entreprises à l'aide de méthodes et d'outils standardisés. Il découle donc implicitement de leur modèle de représentation de l'entreprise fondé sur la création de valeur pour l'actionnaire et la revendication de leurs droits de propriété, par laquelle ils sont parvenus à imposer leur vision

de l'entreprise à l'image d'une « copropriété d'actionnaires » et la finalité de cette dernière comme étant de leur ressort exclusif [Robé, 1999]. Il s'agit donc d'un pouvoir social plus large qui s'exerce en quelque sorte de l'extérieur, et qui s'incarne par l'affirmation de la primauté des intérêts des actionnaires sur tout autre intérêt [Lordon, 2000 et Plihon, 2002] <sup>65</sup>.

## Un pouvoir de contrôle contourné par les dirigeants

[Retour à la table des matières](#)

Ce nouveau rapport de forces a obligé les dirigeants d'entreprise à s'adapter, à parler le langage de la finance, à sacrifier à ses exigences sinon de fond, du moins de forme, en un mot à faire allégeance. Cela s'est traduit au sein des entreprises par une sophistication de la communication financière. Mais les managers ont surtout répondu aux exigences de rentabilité des investisseurs institutionnels (et/ou à la représentation qu'ils s'en font) par des politiques de croissance externe capables d'offrir des plus-values financières compatibles avec les objectifs exprimés par les marchés, et en présentant des résultats financiers aussi favorables que possibles aux yeux des analystes financiers, fût-ce au prix d'acrobaties comptables <sup>66</sup>. Ils s'y sont prêtés d'autant plus facilement qu'ils partagent le plus souvent [116] la culture financière dominante qui prévaut au sein des entreprises. D'ailleurs leur sensibilité au cours de Bourse s'est développée à mesure qu'une part

<sup>65</sup> Cette conception de l'entreprise a reçu sa caution scientifique avec la théorie de l'agence développée par Jensen et Meckling [1976] où les managers apparaissent comme les mandants des actionnaires-propriétaires.

<sup>66</sup> Des règles comptables laxistes leur ont donné l'occasion de gonfler artificiellement leurs profits, en toute légalité. Trois moyens ont été largement utilisés à cette fin : le coût d'émission des stock-options n'est pas comptabilisé comme une dépense, les performances financières des fonds de pension d'entreprise sont fondées sur des hypothèses de rendements anticipés donc fictifs, les actifs inscrits au bilan à la suite d'opérations de fusions-acquisitions sont également surévalués.

croissante de leur rémunération est venue à en dépendre, notamment avec le développement des stock-options.

Ainsi, le nouveau pouvoir actionnarial a pu être en quelque sorte contourné par les managers, qui ont su s'affranchir de sa tutelle plus ou moins aisément selon les cas. De ce point de vue, les faillites récentes d'entreprises aux États-Unis illustrent la réalité des rapports entre investisseurs institutionnels et managers, plus complexe et moins univoque qu'un discours dominant sur la gouvernance pouvait donner à croire. Les dirigeants d'entreprise se sont effectivement trouvés en position de peser dans leur intérêt propre sur le jugement des acteurs des marchés financiers (analystes, agences de notation, organes de régulation, auditeurs, presse spécialisée), de même que sur celui des organes sociaux (conseil d'administration) et des différents comités *ad hoc* au sein de l'entreprise qui ont pour fonction de les contrôler (comités de rémunération, etc.). Certains managers ont montré à l'occasion de la vague de faillites récentes (Enron, WorldCom, Tyco, etc.), leur capacité à maquiller complaisamment les comptes financiers de leur entreprise avec la complicité des grandes banques d'investissement, d'en surévaluer les résultats financiers, sans que les acteurs en charge de les contrôler ne soient en mesure de jouer leur rôle de « chien de garde », et de bernier ainsi leurs actionnaires, tous autant qu'ils soient, dans le but exclusif de maximiser leur rémunération à court terme au moyen de la valorisation de l'action du groupe.

La démonstration met à rude épreuve la gouvernance d'entreprise et le nouveau capitalisme actionnarial, qui postulent tous deux que les dirigeants doivent servir l'intérêt commun des actionnaires (patrimonial et financier) et s'érigent en modèles à suivre. Ainsi ces dirigeants, moins liés à leurs entreprises que par le passé et bien plus mobiles, ont eu tendance à se comporter davantage comme des mercenaires âpres à exercer leurs stock-options dans l'urgence ou à s'assurer le paiement de confortables indemnités de départ ou de « parachutes dorés » que comme des chefs d'entreprise soucieux de la croissance à long terme de leur firme et des intérêts de leurs actionnaires. Leurs rémunérations ont d'ailleurs continué d'augmenter, sous la forme de stock-options, de primes ou de compléments de salaire (en matière d'assurance-retraite notamment), en dépit du [117] déclin des profits, des licenciements massifs opérés par les grandes firmes aux

États-Unis, et de la baisse de l'indice boursier représentant les 500 premières valeurs américaines (Standard & Poor 500) <sup>67</sup>.

Le nouveau pouvoir actionnarial montre également des résultats mitigés au vu du bilan qu'on peut dresser des stratégies d'activisme actionnarial, par lesquelles les investisseurs institutionnels essaient de faire pression sur les dirigeants d'entreprise *via* les procédures de vote lors des assemblées générales d'actionnaires et cherchent à les contrôler un tant soit peu : ces procédures sont coûteuses, voire prohibitives, compte tenu des faibles chances qu'elles ont d'aboutir et de leur caractère peu contraignant. Elles sont d'ailleurs initiées quasi exclusivement par les fonds de pension publics, les seuls à ne pas avoir de conflits d'intérêts, et sont très limitées dans leurs impacts [Black, 1998]. En effet, les règles qui régissent le cadre de la *corporate governance* laissent beaucoup de pouvoir aux dirigeants d'entreprise aux États-Unis et rendent les initiatives des actionnaires minoritaires difficiles, pour ne pas dire vouées à l'échec face au labyrinthe des lois, réglementations et procédures existantes [Sauviat et Pémot, 2000]. Dernièrement cependant, sous la pression des plus importants fonds de pension publics et syndicaux, quelques modestes victoires sont à mettre à l'actif des tenants de l'activisme actionnarial. La SEC a en effet adopté une nouvelle règle exigeant que les *mutual funds*, votant la plupart du temps aux côtés des dirigeants d'entreprise <sup>68</sup>, rendent publique chaque année la liste de leurs votes aux assemblées générales d'actionnaires des entreprises dont ils détiennent des actions pour le compte de leurs clients. Cette règle s'appliquera pour la première fois aux gestionnaires de *mutual funds* en 2004, lors de la publication de leur rapport annuel. De la même façon, alors que les rémunérations des dirigeants sont dans le collimateur des actionnaires et que leur mise en cause est d'actualité, les mêmes fonds de pension sont parvenus à ce que le président du NYSE, R. Grasso, donne sa démission, après avoir rendu public le niveau d'une rémunération *ad hoc* de 140 millions de

<sup>67</sup> Cf. « Excellent year for executives », *Washington Post*, 18 juin 2003 et « Where's the stick ? » et « Fat cats feeding », *The Economist*, 11 octobre 2003.

<sup>68</sup> Cette attitude se conçoit aisément de leur part, dans la mesure où ils sont souvent gestionnaires du plan d'épargne de l'entreprise et peuvent difficilement s'opposer à la direction, sous peine de perdre leur mandat de gestionnaire.

dollars et celui de sa rémunération annuelle [118] (187 millions de dollars), jugées toutes deux disproportionnées par rapport à sa tâche et à ses performances. Il ne faudrait pas en conclure, un peu hâtivement, que les rapports de forces ont basculé pour autant en faveur des investisseurs institutionnels. Preuve en est la dernière proposition de la SEC visant à donner plus de pouvoir à ces derniers dans la nomination des administrateurs d'entreprise qu'ils dénoncent pourtant vigoureusement comme étant encore trop marquée en faveur du management et largement inopérante en la matière <sup>69</sup>.

## Une machine à discipliner les salariés

[Retour à la table des matières](#)

Si le nouveau pouvoir actionnarial n'a en réalité que fort peu ébranlé le pouvoir de contrôle des managers, il n'en va pas de même pour les salariés. Ceux-ci en ont subi le pouvoir coercitif de plein fouet. Face à l'objectif affiché de maximisation de la valeur actionnariale pour répondre aux exigences des marchés et à l'intensification de la concurrence, ce ne sont pas les intérêts des salariés créateurs de richesses et la valorisation du capital humain comme facteur possible de compétitivité qui ont guidé la politique des dirigeants d'entreprise. Ceux-ci ont au contraire privilégié des schémas qui rencontrent les « préférences » des investisseurs tels que la réduction des coûts, la restructuration des groupes autour des segments d'activité les plus rentables, les programmes récurrents de rachats d'action, etc.

Ce nouveau contexte a conduit à une segmentation croissante des marchés du travail et à une montée des inégalités dans les statuts et les rémunérations des salariés. Les entreprises « innovantes », symbolisées par l'entreprise de la Silicon Valley, n'ont d'ailleurs pas échappé à cette tendance. Elles ont également leur lot d'emplois précaires, aux côtés des emplois bénéficiant aux segments les plus éduqués d'une main-d'œuvre dans le cadre de « marchés internes » ou de « marchés professionnels » de plus en plus internationalisés. Des travailleurs précaires bien rémunérés lorsqu'ils sont employés, mais dont la vie

<sup>69</sup> Cf. S. Labaton, « Big pension funds object to proposal on proxy rules », *New York Times*, 3 octobre 2003.

professionnelle est commandée par l'obligation de gérer cette précarité en permanence. Ainsi, une entreprise comme Microsoft emploie 6 000 travailleurs temporaires à côté des [119] 20 000 travailleurs réguliers, qui s'appellent eux-mêmes des « permatemps ». Les experts estiment que dans les secteurs de haute technologie aux États-Unis, plus de 10 % de la main-d'œuvre est temporaire ou dotée d'un statut de travailleur indépendant. Ceux-là ne reçoivent ni stock-options, ni congés maladie, perçoivent des salaires et des prestations sociales très inférieures à leurs collègues « permanents », et n'ont pas accès à la formation diffusée par l'entreprise.

La satisfaction des normes de rentabilité financière imposée par les marchés et le changement induit dans le gouvernement d'entreprise sont allés de pair avec une dégradation des conditions de travail des salariés et un accroissement des inégalités de revenu [Fligstein et Shin, 2002]. Cette situation s'est concrétisée par une instabilité et une insécurité accrue de l'emploi, sous la menace constante des délocalisations et de la sous-traitance, de même qu'elle a entraîné des formes de contrôle et d'intensification du travail qui ont eu comme pendant la précarité, les bas salaires (voire l'exclusion), une augmentation des accidents du travail et des maladies professionnelles pour la plus grande masse des salariés. En même temps, ce nouveau modèle a autorisé un enrichissement important d'une petite poignée de salariés privilégiés, cadres dirigeants ou à « haut potentiel ». Cette double tendance a d'ailleurs provoqué un creusement notable des écarts de rémunération entre le bas et le haut de la hiérarchie au sein des entreprises. Aux États-Unis, l'écart entre la rémunération moyenne d'un directeur général d'une grande entreprise et celle d'un ouvrier s'est accru considérablement au cours des deux dernières décennies : de 1 à 42 en 1980, cet écart est passé de 1 à 531 en 2000 <sup>70</sup>.

La nouvelle contrainte de création de valeur est également indissociable d'une déformation du partage de la valeur ajoutée au détriment des salaires, tendance plus ou moins accentuée selon les pays de l'OCDE. Aux États-Unis, les transformations salariales observées au cours des deux dernières décennies se manifestent d'une part par la

<sup>70</sup> D'après les résultats de l'enquête annuelle de *Business Week*, cf. site Internet de l'AFL-CIO (American Fédération of Labor — Congress for Industrial Organization), <<http://aflcio.org/paywatch/>>.



modération salariale, inscrite dans les contrats collectifs que les employeurs des grands secteurs de l'industrie manufacturière négocient avec les syndicats sous la pression de la concurrence étrangère (introduction des salaires [120] à deux vitesses, etc.)- Elles se matérialisent d'autre part par une « rationalisation » de la protection sociale d'entreprise et le développement de dispositifs rentiers dans les systèmes de rémunération. Les entreprises recherchent tous les moyens de réduire leurs coûts et d'améliorer leur résultat (*bottom line*). Les employeurs s'attaquent notamment aux régimes d'assurance maladie et d'assurance retraite de leurs salariés, qui perdent leur qualité de droit collectivement acquis pour ne plus ressembler qu'à des protections aléatoires contre des risques individuels. Pour ce faire, ils externalisent certaines activités afin de soustraire les nouvelles unités créées à la syndicalisation, synonyme de coût plus élevé, ils gèlent ou ferment leurs régimes traditionnels de retraite à prestations définies pour leur préférer des plans à cotisations définies ou hybrides (*cash balance*), ils déposent parfois le bilan de l'entreprise en transférant ce faisant la dette sociale, ou bien encore reportent une partie des charges et du risque de protection sociale sur leurs salariés, actions qui au total leur permettent de faire des économies non négligeables <sup>71</sup>. Ces dispositifs exposent de façon croissante le salaire direct comme le salaire indirect aux aléas de la Bourse. Ils ne concernent certes qu'une partie du salariat, celui des grandes entreprises ou des petites entreprises innovantes des secteurs des NTIC. Et à l'intérieur même de cette frange de salariés, les modalités d'introduction de cette logique rentière de même que son étendue sont fortement différenciées, renforçant le processus de fragmentation et d'éclatement du salariat.

Mais il ne fait nul doute que cette montée des revenus financiers comme forme de rémunération au détriment du salaire, a eu des effets désastreux sur les salariés. Ceux-ci ont subi les effets des contre-performances de certaines entreprises et de certains secteurs (transport aérien, Télécom, etc.), dans la foulée des attentats du 11 septembre par exemple et surtout ceux de la chute brutale et quasi générale des cours boursiers à partir du printemps 2000. Les salariés américains comme français ont vu notamment leurs plans d'épargne salariale littéralement

<sup>71</sup> Cf. « Soaring premiums, plunging profits, striking workers : US Companies gear up for battle over healthcare costs », *Financial Times*, 30 janvier 2003.

volatilisés : les salariés d'Enron garderont de la faillite de leur entreprise une bien triste mémoire, ayant pour 4 500 d'entre eux perdu et leur emploi et leur épargne retraite. Ils ne sont [121] cependant pas les seuls à avoir été dépossédés de leur capital retraite puisqu'il a suffi que des grandes entreprises comme Lucent Technologies, Polaroid, United Airlines et plus récemment Intel ou Coca-Cola connaissent des difficultés pour voir leur cours de Bourse s'effondrer et ce faisant, les plans d'épargne des salariés réduits quasiment à néant [Sauviat, 2002]. À tel point que cette situation a rendu nécessaire le maintien voire le retour sur le marché du travail des personnes ayant entre cinquante-cinq et soixante-quatre ans aux États-Unis. En France, les déconvenues de grands groupes comme France Télécom, Vivendi Universal ou Alcatel ont soumis également les plans d'épargne d'entreprise de leurs salariés à rude épreuve.

## L'activisme actionnarial et l'investissement socialement responsable : nouvel horizon syndical ?

[Retour à la table des matières](#)

Les retombées du nouveau pouvoir actionnarial sur le salariat en général ont un impact direct sur les stratégies et les modes d'action syndicale. Dans ce domaine, ce sont les syndicats américains qui ont pris les premières initiatives en la matière. C'est surtout au cours de la décennie 1990 que l'AFL-CIO et certains de ses syndicats affiliés ont cherché à promouvoir un activisme fondé sur le plein exercice du « droit d'actionnaire », en s'investissant pleinement dans le jeu de la « *corporate governance* ». Cette stratégie est devenue la forme de riposte privilégiée de l'action syndicale face à la mondialisation financière, et a fait tache d'huile en Europe et en France. Aux États-Unis, cette stratégie consiste pour les syndicats à utiliser au mieux leur pouvoir d'actionnaire dans le cadre juridique, extrêmement codifié et très asymétrique, qui gouverne les relations entre actionnaires et managers, afin de tenter de faire prévaloir leurs vues. Le problème est qu'elles sont conformes en tout point à n'importe quelle visée d'actionnaire, de sorte que les résolutions soumises au vote au nom des

syndicats ne s'éloignent jamais du standard actionnarial. Les syndicalistes cherchent également à développer le dialogue avec la communauté financière, dont les gestionnaires de fonds sont l'un des pivots. Sur ce terrain, pour se faire entendre, ils sont obligés de tenir un discours qui a plus la tonalité d'un discours d'actionnaire que de celui d'un syndicaliste. On peut l'interpréter comme une [122] concession excessive au primat de la logique financière sur la logique syndicale. Car revendiquer en tant qu'actionnaire salarié place forcément le syndicat dans une position schizophrénique, qui reflète la nature antagonique des rapports capital/travail et qui a pu s'illustrer dans des situations concrètes [Sauviat, 2001].

Si ce type d'engagement syndical est moins prisé en Europe, à l'exception du Royaume-Uni <sup>72</sup>, les syndicats continentaux ne sont pas restés inactifs pour autant. En France notamment, l'implication syndicale dans la logique des marchés financiers a pris une forme institutionnelle originale : celle de la constitution d'un Comité intersyndical de l'épargne salariale <sup>73</sup>. La volonté affichée dans ce cadre par les organisations participantes est de contrôler les produits financiers qui sont proposés par l'industrie de la gestion d'actifs aux fonds communs de placement, instruments de l'épargne salariale d'entreprise où peuvent siéger des représentants syndicaux, en apposant leur label sur les fonds. Les syndicats prétendent ainsi peser en faveur de fonds socialement responsables, c'est-à-dire dont les titres sont sélectionnés en fonction de la bonne conduite des entreprises en question (et l'on peut faire confiance aux gestionnaires de fonds pour répondre à cette demande et faire preuve d'innovation, l'offre en la matière étant déjà bien diversifiée).

<sup>72</sup> Cf. *Working Capital. Institutional Investment Strategy*, TUC, février 2003.

<sup>73</sup> Il a été constitué par quatre syndicats : CFDT, CFTC, CFE-CGC et CGT.

### *Le cache-misère de l'éthique*

Au-delà de l'opacité et de la perméabilité des critères de classement éthiques <sup>74</sup>, qu'ils soient opérés par les quelques agences spécialisées existantes jamais soumises à un quelconque contrôle et dont la légitimité est contestable ou des syndicats eux-mêmes, on peut se demander si cette tentative de réconcilier la finance et la morale n'est pas un pis-aller ou une fuite en avant. Car l'investissement socialement responsable, qui entérine la logique des marchés financiers et la revendication du contrôle des entreprises sur la base exclusive des droits de [123] propriété, illustre de fait le recul de la réglementation étatique, de la loi, du droit du travail, et laisse aux investisseurs, dans un dialogue avec l'entreprise, le pouvoir de dire les règles et d'énoncer le « bien commun ». Et comme le soulignent très justement J.-M. Bonvin *et al.* [2002] : « Dans une situation extrême, si tous les postulats éthiques de l'investisseur éthique étaient repris par la loi, l'investissement éthique perdrait sa raison d'être. » Sous prétexte de chercher à revivifier le dialogue social, non plus sur les bases de la négociation collective, là où l'acteur syndical a une position institutionnelle reconnue en tant que représentant des travailleurs, mais dans une hypothétique posture d'actionnaire, le projet qui est en jeu ici revient à laisser à un face-à-face entre une oligarchie d'actionnaires et de dirigeants, le soin de produire et d'énoncer les normes des bonnes pratiques sociales et environnementales.

D'autre part, il faut souligner que l'investissement socialement responsable représente une part marginale du marché financier <sup>75</sup>, voué à s'étendre seulement et seulement si le modèle de gestion des ressources humaines qu'il sous-tend est crédible aux yeux du monde financier, reçoit son assentiment et sa validation [Lordon, 2000]. Or le consensus de marché à la base de l'évaluation financière est encore loin

<sup>74</sup> Souvent, les indices éthiques sont faussés et certaines entreprises ou secteurs sont surpondérés. Ainsi, le groupe américain Enron, avant que ses dirigeants ne soient traînés devant la justice pour pratiques frauduleuses, émergeait au Domini Social Index, indice éthique créé en 1990. D'autre part, le contrôle de l'éthique s'arrête souvent là où commence la sous-traitance.

<sup>75</sup> Aux États-Unis, il représenterait presque 12 % des encours financiers sous gestion, en France moins de 2 %.

de reposer sur un modèle de gestion sociale qui considère les ressources humaines comme une source de performance et de compétitivité et non pas comme un coût [Montagne et Sauviat, 2001].

Enfin, la démarche de l'investissement socialement responsable pose la question du principe de l'universalité de l'éthique et la validité de celle-ci. Ainsi, les syndicats des pays du Nord s'accordent en général à considérer le refus de faire travailler des enfants comme un critère éthique déterminant pour une entreprise. Or ce critère n'aura pas forcément la même valeur pour les pays du Sud qui peuvent considérer au contraire comme légitime ce moyen de construire leur avantage comparatif et leur compétitivité, comme l'ont fait avant eux les pays développés au moment de leur essor industriel. Dès lors, les critères éthiques risquent d'apparaître comme l'étalon-mesure des dominants, les seuls autorisés à distinguer le bien du mal, les pratiques admissibles des pratiques répréhensibles, le capitalisme vertueux du mauvais capitalisme. Pour toutes ces raisons, [124] l'idée qui sous-tend l'activisme syndical que la finance de marché pourrait se mettre au service d'une perspective de long terme respectueuse de l'emploi, des retraites et de la rentabilité économique paraît plus que jamais hypothétique, voire antinomique avec le capitalisme patrimonial, fondé sur les droits de propriété privée.

## Conclusion

[Retour à la table des matières](#)

Trois formes d'épargne ont contribué à fonder la puissance financière des fonds de pension et des fonds collectifs : l'épargne retraite issue des régimes professionnels de retraite à prestations définies, l'épargne salariale accumulée dans un cadre professionnel (les régimes de « retraite » à cotisations définies), enfin l'épargne des ménages. Dans un cadre professionnel, elle est l'apanage des salariés des grandes entreprises, dans un cadre privé celui des ménages aisés. Transformée en capital argent aux mains de puissantes institutions financières, cette épargne est devenue un facteur d'instabilité économique, un outil de restructuration des entreprises selon une

logique plus financière qu'industrielle, et un instrument puissant de discipline du salariat.

Les syndicats ont riposté en privilégiant des formes de contestation actionnariale, comme si elles étaient devenues seules légitimes. Or l'implication patrimoniale consacre implicitement le retour à la « sécurité propriété » au détriment de la « sécurité droit » en matière de protection sociale. Faire entendre sa voix en tant qu'actionnaire suppose de parler le langage de la finance, de se couler dans son moule à penser. La probabilité d'opposer un discours vraiment alternatif aux exigences de performances financières et de contribuer ainsi à modifier le comportement des entreprises paraît très réduite, surtout lorsque cette stratégie se construit sur fond d'affaiblissement syndical quasi général. Soulignons enfin avec Castoriadis [1996], que le retour en force de l'éthique va de pair avec la récusation de toute visée de transformation de la société, le renoncement à tout horizon collectif, pour chercher dans le repli de la morale et de la bonne conscience les ressorts de l'action. Nul doute que l'engagement en faveur de l'investissement éthique participe de ce mouvement-là.

[125]

**La finance mondialisée...**

## **Chapitre 5**

---

### **“Les grandes entreprises fragilisées par la finance.”**

**Par Dominique Plihon**

[Retour à la table des matières](#)

Les économies des pays industrialisés ont connu, au cours des deux dernières décennies, des transformations profondes qui marquent le passage à une nouvelle phase dans l'évolution historique du capitalisme. C'est l'émergence d'un régime capitaliste mondialisé et dominé par la finance internationale. Se ralliant aux grands principes de la « révolution conservatrice » lancée à la fin des années 1970 par Thatcher en Grande-Bretagne et par Reagan aux États-Unis, les gouvernements français successifs, comme leurs voisins d'Europe continentale, ont commencé par modifier la régulation macroéconomique. La rigueur monétaire et surtout la rigueur salariale ont eu raison de l'inflation, en même temps qu'elles cassaient durablement la croissance, engendraient le chômage de masse et modifiaient le partage salaire-profit en faveur des détenteurs du capital, ce qui était l'un des objectifs recherchés. Par ailleurs, les autorités mettaient en œuvre des politiques de libéralisation et de modernisation financières dont le marché unique des capitaux européens institué en 1990 est l'une des manifestations. Ce sont donc des choix politiques fondés sur la doctrine néolibérale, effectués par les gouvernements des principaux pays industrialisés, puis imposés par la suite dans le reste du

monde dans le cadre du Consensus de Washington, qui sont à l'origine du passage à cette nouvelle phase du capitalisme.

L'une des caractéristiques du nouveau capitalisme, voulue par ses promoteurs, est d'établir un nouveau rapport de forces [126] en faveur des détenteurs du capital dans l'économie mondiale. L'objectif était de remettre en cause le compromis entre capital et travail, fondé sur le partage négocié des gains de productivité ainsi que le rôle actif des politiques publiques, qui avaient prévalu pendant la phase fordiste du capitalisme, et qui avaient provisoirement réduit le pouvoir de la finance.

La France est l'un des pays industrialisés où cette mutation du capitalisme a été la plus rapide et spectaculaire. La France était en effet en décalage avec la doctrine néolibérale car elle avait construit un capitalisme d'État puissant à la suite de trois grandes vagues de nationalisations réalisées sous le Front populaire en 1936, à la Libération en 1945 puis sous le gouvernement d'union de la gauche en 1982-1983. L'un des objectifs des gouvernements successifs, quelle que soit leur couleur politique, fut de procéder au démantèlement de ce capitalisme d'État par des politiques de privatisations massives d'entreprises à partir de 1986 et qui se poursuivent au début des années 2000. À la suite de ces privatisations, le cœur du système productif est passé entre les mains d'investisseurs institutionnels, dont les plus actifs sont étrangers. La France est ainsi passée d'un capitalisme d'État à un capitalisme dominé par la finance internationale. Cette transformation de la propriété du capital a des effets considérables sur les politiques des grands groupes industriels et financiers. Cet article cherche à expliquer comment s'exerce l'emprise de la finance internationale sur les grands groupes, et montre comment les systèmes productifs sont fragilisés par l'instabilité récurrente des marchés boursiers.



## La prise de pouvoir par les investisseurs institutionnels

[Retour à la table des matières](#)

L'un des changements majeurs subi par un grand nombre de pays industrialisés concerne les structures de contrôle et de détention du capital des entreprises. C'est en France que l'évolution a été la plus rapide et profonde. Les entreprises ont ainsi été progressivement privatisées en deux étapes. À partir de 1986, les pouvoirs publics ont cédé la propriété du capital productif au marché en cherchant à maintenir le contrôle des entreprises privatisées entre les mains de blocs d'actionnaires français, par le canal des « noyaux durs » et des participations croisées. Puis, à partir du milieu des années 1990, on assiste à [127] la déconstruction des noyaux durs et au relâchement des participations croisées, sous la pression des investisseurs étrangers réclamant la levée des obstacles à la logique du contrôle externe des entreprises par le marché [Morin, 1998]. Les managers des grandes entreprises nouvellement privatisées ont favorisé ce mouvement d'ouverture externe, pour deux séries de raisons. En premier lieu, les groupes français avaient un besoin important de ressources nouvelles, que ne pouvaient pas fournir les blocs d'actionnaires de contrôle français, et ce afin de financer des opérations de croissance externe jugées nécessaires dans la course à la taille liée à la mondialisation des marchés.

### Les managers face à leurs nouveaux actionnaires

La deuxième raison de l'ouverture accélérée du capital des grands groupes français à des investisseurs externes est la volonté de leurs dirigeants de se protéger contre des offres publiques d'achat (OPA) hostiles. En effet, avec l'ouverture de leur capital à de nouveaux actionnaires privés, les groupes français risquaient de passer sous le contrôle d'une nouvelle majorité d'actionnaires. La plupart des grandes entreprises françaises étaient, et est encore, très largement gouvernée

par des dirigeants issus de la « bourgeoisie d'État » qui avait prospéré sous le système du capitalisme d'État et qui était issue de la haute administration publique.<sup>76</sup> Ces dirigeants ont cherché à garder leurs fonctions et leur autonomie en favorisant la dispersion du capital de leurs entreprises entre un grand nombre d'investisseurs détenant des participations faibles, afin d'éviter une prise de pouvoir par de nouveaux blocs d'actionnaires forts, à l'occasion d'OPA hostiles. Ainsi, paradoxalement, c'est pour éviter de passer sous le contrôle de concurrents qu'une part importante des groupes français encouragea l'entrée dans leur capital d'investisseurs externes, en situation d'actionnaires minoritaires et à un niveau global de participation significatif. En d'autres termes, la dépendance financière a été préférée à la dépendance industrielle et stratégique [Commissariat général du Plan, 1999].

[128]

À partir de 1995, on assiste à une évolution profonde du marché du contrôle des entreprises en France, à la suite de l'ouverture par les grands groupes de leur capital à des investisseurs externes. Les « noyaux durs » et les « participations croisées » ont été progressivement défaits. Les blocs de contrôle ont été remplacés par des investisseurs institutionnels indépendants, ce qui entraîna inéluctablement un affaiblissement important des actionnaires majoritaires et du système de « contrôle interne » mis en place précédemment. Il en résulta également un processus de dispersion du capital des grandes entreprises françaises.

À la fin des années 1990, d'après les estimations du Commissariat général du Plan [1999], plus de la moitié des quarante groupes présents dans l'indice boursier du CAC 40 avaient encore un bloc d'actionnaires stable supérieur à 30 % ; ce ratio tombe à moins de 20 % pour quinze groupes et à moins de 5 % pour cinq groupes. D'après Beck et Mayer [2000], la part des droits de vote du principal bloc d'actionnaires serait tombée à 20 % pour les groupes du CAC 40. La France se trouverait ainsi dans une situation intermédiaire par rapport aux autres pays industriels : d'un côté, ce pourcentage est de 9,9 % au Royaume-Uni et

<sup>76</sup> La quasi-totalité des dirigeants des grands groupes français sont issus soit de l'École nationale d'administration, tel Jean-Marie Messier (Vivendi Universal), soit de l'École polytechnique, tel Francis Mer (Arcelor).

de 5,4 % aux États-Unis sur le New York Stock Exchange ; d'un autre côté, ce pourcentage s'élève encore à 57,5 % en Allemagne, 54,5 % en Italie, 43,5 % aux Pays-Bas.

## Une montée spectaculaire des investisseurs étrangers

[Retour à la table des matières](#)

Le taux de détention des entreprises cotées par les investisseurs institutionnels a augmenté rapidement ces dernières années et se trouve désormais largement au-dessus de 50 % en France, niveau voisin de celui observé aux États-Unis [Plihon et Ponsard, 2002]. Ces investisseurs institutionnels regroupent trois catégories d'acteurs, les fonds de pension, les fonds mutuels (OPCVM en France) et les sociétés d'assurances. La montée en puissance de ces acteurs financiers dans les principaux pays industrialisés au cours des deux dernières décennies, qui constitue l'une des caractéristiques majeures du nouveau capitalisme financier, s'explique par l'importance prise par l'accumulation financière des ménages (notamment pour le financement des retraites par capitalisation) et par le rôle croissant de la gestion collective de l'épargne [Plihon, 2003]. À ce [129] sujet, il convient de rappeler que l'industrie française des OPCVM se situe au deuxième rang mondial, loin derrière les États-Unis, mais devant le Royaume-Uni et l'Allemagne. On notera cependant que, si le poids des investisseurs français est devenu très important, il apparaît que jusqu'à maintenant ces derniers mènent en général des politiques actionnariales moins actives que leurs homologues étrangers.

La part des investisseurs étrangers s'est fortement accrue dans les pays européens. Ce processus est spectaculaire en France où ce taux de détention étranger atteint 40 % en 2002 en moyenne dans les grands groupes du CAC 40 ; la part des investisseurs anglo-saxons (américains et britanniques) est particulièrement élevée (tableau 1). Ces derniers détiennent souvent près de la moitié des participations étrangères dans les grands groupes des secteurs de la finance et de l'industrie.

**Tableau 1.**

Taux de détention (en %) des investisseurs étrangers  
dans les grands groupes français, fin 2001

<i>Banques et assurances</i>	<i>Inv. étrangers</i>	<i>Inv. anglo-saxons</i>	<i>Industrie</i>	<i>Inv. étrangers</i>	<i>Inv. anglo-saxons</i>
BNP-Paribas	45	20,4	Total-Elf	65	35
Crédit Lyonnais	34,4	9,5	Aventis	60	31,6
Société Générale	50	29	Lafarge	58,5	31
AXA	46	21	Alcatel	50	40
			Accor	49,4	30,4

*Source : Le Monde, Georgeson Shareholder.*

Selon les statistiques de la Banque de France, les investisseurs étrangers détenaient 43 % des actions des sociétés cotées à la fin 2002, et ont réalisé 73 % des transactions à la Bourse de Paris au quatrième trimestre 2002. L'écart entre ces deux pourcentages illustre l'instabilité de ces investissements et suggère que ces opérations s'inscrivent davantage dans une logique de placements financiers à court terme que de prises de participations industrielles durables. Ainsi, le capitalisme français vient de connaître un bouleversement sans précédent : sous le régime fordiste, le capital des entreprises était largement détenu par l'État et par des « noyaux durs » d'actionnaires français stables. Aujourd'hui, le cœur du capitalisme français est dominé par les [130] investisseurs institutionnels, très largement étrangers, qui obéissent à des impératifs essentiellement financiers [Morin, 1998].

La France est, avec le Royaume-Uni, le pays où le taux de détention des investisseurs étrangers est le plus important. Fin 2000, ce taux s'élève à 36,3 % en France, pour les entreprises cotées, pourcentage nettement supérieur à ceux constatés en Allemagne (25,5 %) et au Royaume-Uni (22,4 %). Pour l'ensemble des entreprises (cotées et non cotées), la première place revient au Royaume-Uni (37,2 %), suivi par

la France (26,6 %) et le Japon (18,2 %). Ce pourcentage est beaucoup plus faible (11,4 %) pour les États-Unis.

On observe ce processus de pénétration des investisseurs étrangers dans les différents pays de l'Union européenne. Ainsi en Allemagne, la part des investisseurs étrangers dans la capitalisation boursière globale a été jusqu'ici inférieure à celle de la France. Si on se limite aux trente-deux plus grands groupes, cette part est de 28 %, ce qui n'est pas très éloigné du pourcentage observé en France. Des réformes importantes sont en cours qui devraient contribuer à transformer les structures de détention du capital. L'une des caractéristiques du modèle allemand est la forte relation banque-industrie (*hausbank*) qui se matérialisait notamment par la détention d'importantes participations industrielles par les banques. Ce système pourrait voler en éclat à la suite de la réforme fiscale, décidée en 2000 et qui s'applique à partir de 2002, qui réduit fortement la fiscalité des plus-values boursières. On s'attend à ce que les banques allemandes cèdent progressivement (lorsque la conjoncture boursière sera favorable) une grande partie de leurs participations industrielles, ce qui entraînera la montée en puissance des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises allemandes [Lane, 2003]. Cette réforme pourrait jouer en Allemagne un rôle comparable à celui des privatisations en France en ce qui concerne le processus d'ouverture extérieure du capital.

## Le processus de dispersion de la détention du capital

[Retour à la table des matières](#)

Une caractéristique importante des nouvelles structures de détention du capital des entreprises est que, pris individuellement, les investisseurs étrangers ont le plus souvent des participations minoritaires et très faibles (généralement inférieures à [131] 1 %) dans le capital des entreprises (tableau 2) même si, pris globalement, ces investisseurs minoritaires détiennent des proportions souvent élevées du capital des grandes entreprises, pouvant dépasser 50 % (tableau 1). À titre d'illustration, la part moyenne du capital des principaux groupes français détenue par le grand fonds de pension américain Calpers était

de l'ordre de 0,3 % en 1997. D'après le Commissariat général du Plan [1999], il existe une corrélation entre l'accroissement des participations étrangères et l'affaiblissement de la concentration de la détention du capital dans les grands groupes français. Par exemple, en 1997, le bloc des actionnaires stables détenait 8 % du capital de l'entreprise pétrolière Elf tandis que le taux de détention étranger s'élevait à 51 % ; les pourcentages correspondants étaient respectivement de 7 % et 40 %, pour l'entreprise « *high-tech* » Alcatel, 15 % et 42 % pour Vivendi (Compagnie Générale des Eaux), 16 % et 35 % pour la banque BNP, etc.

**Tableau 2.**

Participations des grands fonds américains en 1997 (en %)

<i>Groupes</i>	<i>Fonds américains</i>		
	<i>Calpers</i>	<i>Fidelity</i>	<i>Templeton</i>
AGF	0,20	0,09	0,20
Alcatel-Alstom	0,30	10,04	1,90
AXA-UAP	0,36	0,26	1,06
BNP	0,24	0,15	4,90
Bouygues	0,21	0,05	—
Canal +	0,20	1,31	—
ELF	0,26	0,43	2,10
Générale des Eaux (Vivendi)	0,41	0,07	—
Havas	0,21	0,04	—
Paribas	0,21	0,18	—
Saint-Gobain	0,36	0,06	0,17
Société Générale	0,39	0,68	—
Suez-Lyonnaise	0,53	0,13	2,50
Total	0,33	5,14	1,50

Source : Morin [1998] à partir de Sisife-Lerep.

[132]

Pour résumer : en France, le capital des grandes entreprises est désormais largement contrôlé par des investisseurs institutionnels, et plus particulièrement par des investisseurs étrangers (principalement anglo-saxons) qui ont une position d'actionnaires minoritaires. On est donc passé d'une situation où les grandes entreprises françaises étaient contrôlées par un actionnaire unique public à une situation opposée où le capital des grandes entreprises est détenu par un grand nombre d'actionnaires minoritaires privés et souvent étrangers. Ce processus d'internationalisation du capital productif se produit également dans les autres pays européens selon des rythmes et des modalités différents de la France. Il s'agit là d'une mutation majeure qui affecte profondément le fonctionnement du système productif.

## La politique des nouveaux détenteurs du capital

[Retour à la table des matières](#)

Notre hypothèse est que les acteurs désormais dominants dans le nouveau capitalisme sont les investisseurs internationaux [Plihon, 2003]. Ceux-ci, bien que dans une position d'actionnaires minoritaires, exercent une influence prépondérante sur la gestion des entreprises dans lesquelles ils ont pris des participations. Cette influence va bien au-delà de leur poids strictement financier. Ces acteurs pratiquent une politique actionnariale très active qui repose sur deux principes fondamentaux :

- les entreprises doivent être organisées de manière à ce que le contrôle externe par les actionnaires puisse s'exercer pleinement ;
- les objectifs poursuivis par les entreprises doivent être orientés en priorité vers la « création de valeur actionnariale », c'est-à-dire vers la maximisation de la valeur du patrimoine des actionnaires.

L'application de ces principes amène plusieurs conséquences :

- les entreprises sont d'abord considérées par les actionnaires minoritaires comme un actif financier dont il s'agit de maximiser la valeur [Orléan, 1999]. Cette politique peut s'inscrire dans des horizons différents selon les investisseurs : les fonds de pension auraient un horizon plus long que les *mutual funds* dont le statut implique d'avoir une position plus liquide [133] [Plihon et Ponssard, 2002]. L'objectif de création de valeur actionnariale amène les entreprises à appliquer des critères de gestion tels que l'EVA (*Economie Value Added*) qui consiste à gérer les groupes en fonction de la rentabilité des capitaux utilisés par chaque composante (usines, filiales) du groupe (*cf.* encadré sur l'entreprise Danone). Ces techniques ne sont pas novatrices dans leur principe ; elles se situent dans le cadre de la théorie financière orthodoxe de la gestion de portefeuille. Toutefois, elles se différencient de l'approche standard par l'usage qui en est fait sur deux points. D'une part, l'EVA amène une réorganisation de l'entreprise sous forme de centres de profits appliquant le critère de création de valeur actionnariale. D'autre part et surtout, alors qu'il est une variable endogène dans le cadre du MEDAF, le taux de rendement du capital est désormais fixé *a priori* d'une manière exogène en fonction de normes de marché, différentes selon les secteurs d'activité : c'est le *bench marking* [Morin et Baudru, 1999]. Cette nouvelle conception de l'objectif de rentabilité a d'importantes conséquences. Dans la forme actuelle du capitalisme, il est demandé aux entreprises non seulement de dégager des profits positifs (ce qui était l'objectif sous le régime fordiste), mais également d'obtenir une rentabilité des capitaux engagés égale ou supérieure aux normes internationales fixées par les *investisseurs (bench marking)*. C'est ainsi que les groupes sont amenés à délocaliser ou à fermer des unités productives dégageant des résultats positifs, mais dont la rentabilité est néanmoins jugée insuffisante à l'échelle internationale. Une part importante des fermetures d'usines actuelles s'inscrit dans cette nouvelle logique financière particulièrement dévastatrice (ce fut le cas de la fermeture de l'usine Lu près de Nantes par le groupe Danone).



- Les actionnaires minoritaires ne souhaitent pas participer directement à la gestion de l'entreprise. Ils jugent d'abord les dirigeants des entreprises sur leur capacité à se soumettre au contrôle externe du marché : c'est l'application des principes de « gouvernance d'entreprise » qui concernent en particulier la transparence de l'information donnée aux actionnaires, le respect des droits des actionnaires minoritaires (comités d'audit), la responsabilité (*accountability*) et la rémunération (stock-options) des dirigeants.

- Les actionnaires minoritaires laissent donc aux managers une grande autonomie dans le choix et la mise en œuvre de la stratégie industrielle de l'entreprise, dans le cadre du respect

[134]

#### **La gestion de la valeur actionnariale dans le groupe Danone**

- L'*Economic Value Added* (EVA) est calculée pour chacun des 80 centres de profit du groupe et détermine l'essentiel du bonus des cadres (de 15 à 40 % de leur rémunération).
- La réduction du coût moyen pondéré des capitaux est un objectif permanent atteint :
  - en diminuant la part des fonds propres, dont le coût est plus élevé que celui de la dette, avec pour seule limite la non-dégradation de la notation de l'entreprise ;
  - en gérant activement la dette pour en diminuer le coût.
- Le contrôle des investissements de chaque centre de profit est centralisé : l'autonomie de décision des responsables de centre a été fortement réduite.
- Le portefeuille d'activités est constamment arbitré : ainsi la cession de l'activité épicerie a permis d'améliorer la marge opérationnelle de 9,1 % à 9,4 %.

*Extrait d'une interview du directeur financier de Danone, dans Option Finance, 24 novembre 1998.*

des objectifs financiers et des principes de gouvernance mentionnés précédemment.

- Pour autant, les principes de gestion réclamés par les investisseurs ne sont pas sans effets indirects sur la politique industrielle des entreprises. Ces effets se font plus particulièrement sentir dans trois domaines :

- le « *re-engineering* » des chaînes de valeur, dont la principale méthode est l'externalisation de la production, qui a pour but de concentrer l'activité de l'entreprise sur les segments les plus rentables. L'objectif recherché est de réorganiser le processus de production de la manière la plus rentable. Cette politique aboutit à confier une partie des activités de l'entreprise à des sous-traitants extérieurs, ce qui entraîne une précarisation des conditions de travail des salariés. Le meilleur exemple en est fourni par le groupe multinational Alcatel qui a décidé de vendre la quasi-totalité de ses quelque cent sites de production à travers le monde ;

- le recentrage sur les métiers de base de l'entreprise réclamés par les investisseurs pour deux raisons principales : les groupes de nature conglomérat sont opaques et ne peuvent faire l'objet d'un contrôle externe par le marché ; les investisseurs considèrent que la fonction de diversification des activités [135] relève d'abord de leur compétence. Cette demande des investisseurs explique les multiples opérations de cession et de restructuration auxquelles procèdent les grands groupes. Cette politique conduit les groupes à délaisser les activités dont la rentabilité est jugée inférieure aux normes internationales (*benchmarking*) de rentabilité. Ce qu'on appelle les « licenciements boursiers », tels que ceux pratiqués par Danone ou Michelin en France ces dernières années, s'inscrivent dans cette logique ;

- la réduction de l'intensité capitaliste de l'entreprise (*downsizing*) dont l'une des dimensions principales est la technique de la relation : en rachetant leurs propres actions, les entreprises font mécaniquement augmenter le taux de rentabilité des fonds propres (le *return on equity* ou ROE). Cette politique de redistribution des profits aux actionnaires, pratiquée aujourd'hui par la plupart des grandes entreprises cotées, a pour conséquence d'affaiblir la structure financière des entreprises (réduction des fonds propres) et de réduire leurs

disponibilités pour mener à bien de nouveaux investissements productifs, ce qui peut affecter leur potentiel de croissance.

## Le comportement prédateur des acteurs du capitalisme financier

[Retour à la table des matières](#)

Pour les défenseurs du nouveau capitalisme financier, les marchés boursiers ont une triple fonction de financement, d'évaluation et de régulation des entreprises. L'observation de la réalité montre que, non seulement les marchés ne parviennent pas à remplir ces trois fonctions, mais également qu'ils fragilisent les systèmes productifs. La première fonction de la Bourse est, en principe, de financer les entreprises. Or on a constaté, ces dernières années, que ce n'est pas vraiment le cas puisque les émissions nettes d'actions par les entreprises (émissions brutes moins les rachats d'actions et les dividendes) étaient négatives en Europe comme aux États-Unis. Cela signifie que les entreprises versent plus qu'elles ne reçoivent de leurs actionnaires. La deuxième fonction de la Bourse est d'évaluer les entreprises, le cours des actions étant supposé indiquer la valeur fondamentale des entreprises à tout moment. Là aussi, la réalité contredit la théorie orthodoxe. Les fluctuations des cours boursiers des dix dernières années montrent que les [136] marchés ne parviennent pas à donner une indication claire de la valeur des entreprises. On sait en effet, depuis Keynes, que les cours boursiers reflètent d'abord la « psychologie du marché » et non les « fondamentaux » de l'économie. Ce fait est illustré par les dernières péripéties boursières marquées par la bulle spéculative des nouvelles technologies et son implosion, au début des années 2000, qui ont amené une évolution erratique des cours boursiers, sans véritables fondements économiques.

Troisième fonction des marchés : les différents acteurs des marchés financiers, et en premier lieu les actionnaires, sont censés contrôler les entreprises et leurs dirigeants. Or cette fameuse « discipline du marché », version moderne de la « main invisible », ne fonctionne pas. On l'a vu, les investisseurs cherchent à contrôler les dirigeants d'entreprises en les amenant à se conformer aux règles de gouvernance

d'entreprise, présentées plus haut. Les scandales boursiers du début des années 2000 illustrent l'échec de la *corporate governance*. En effet, les managers de ces grandes entreprises ont échappé au contrôle de leurs actionnaires en truquant leurs comptes, et se sont livrés à des opérations financières risquées qui ont conduit certains groupes au désastre. La quasi-faillite d'Alstom illustre les limites du pouvoir actionnarial. Les deux propriétaires d'Alstom (Alcatel et le groupe britannique GEC) ont introduit en Bourse Alstom avec une structure financière fragile, après l'avoir ponctionné (d'environ 1,2 milliard d'euros). Par la suite, le conseil d'administration d'Alstom n'a pas su éviter les erreurs stratégiques de ses dirigeants, et notamment de son président Pierre Bilger, qui a été contraint de restituer l'indemnité de départ de 3,8 millions d'euros qui lui avait été versée. Une belle illustration du caractère prédateur du nouveau capitalisme financier !

En principe, à côté des actionnaires et des investisseurs, un certain nombre de professions - qui constituent l'« industrie des services financiers » - sont censées contrôler les entreprises. Ce sont les cabinets d'audit, les banques d'affaires, les agences de notation, les analystes financiers et les autorités publiques de régulation. On constate que, non seulement ces professions ne jouent pas leur rôle de contre-pouvoir, mais elles ont souvent été les complices actifs ou passifs des erreurs de gestion et des fraudes des dirigeants [Pastré et Vigier, 2003]. L'une des raisons majeures des dysfonctionnements graves et récurrents [137] de l'industrie des services financiers est liée à la présence de « conflits d'intérêts », c'est-à-dire que certains acteurs ont une double fonction, généralement incompatible, de contrôle et de conseil des entreprises. Ce qui signifie que ceux-ci sont rémunérés par les entreprises qu'ils sont chargés de contrôler. C'est le cas des cabinets d'audit. C'est ainsi qu'Arthur Andersen était chargé à la fois d'auditer les comptes d'Enron, et de conseiller ses dirigeants sur les meilleurs montages financiers possible, notamment pour réduire le poids de la fiscalité. L'accusation de collusion prononcée à l'égard d'Arthur Andersen, qui a été à l'origine de sa disparition, est le résultat d'un conflit d'intérêts mal maîtrisé.

Les scandales boursiers et les nombreuses défaillances d'entreprises sont directement liés à la nature et aux contradictions internes du nouveau capitalisme boursier. Ce qui est en cause, c'est d'abord la conception de l'entreprise considérée comme un actif financier dont il

s'agit d'accroître la valeur boursière par tous les moyens : rachats d'actions, fusions-acquisitions, ventes des unités les moins rentables... Par des montages financiers complexes et souvent opaques, les managers cherchent à atteindre plusieurs objectifs : accroître la rentabilité financière de leurs groupes, s'enrichir personnellement et échapper au contrôle des actionnaires. Les exemples d'Enron et de Vivendi Universal (VU) sont emblématiques à cet égard. Ainsi, l'apogée puis la faillite d'Enron ont des causes purement financières et n'ont rien à voir avec son activité industrielle, le négoce du gaz et de l'électricité. Derrière les montages en cascades de prêts de plus en plus risqués destinés à financer des opérations de fusions-acquisitions nées rentables, Enron n'avait pas apporté de réelle contribution au fonctionnement du marché de l'énergie, qui n'a pratiquement pas été affecté par sa faillite. De même, VU était devenue un gigantesque holding financier, constitué par l'empilement d'actifs financiers sans véritable cohérence industrielle, et destiné à accroître la valeur boursière du groupe. Le groupe VU était composé de deux ensembles hétérogènes – l'ex-Compagnie Générale des Eaux et l'activité multimédias – le premier ensemble servant à financer le second, à la suite d'importantes ponctions qui l'ont mis en difficulté.

Les erreurs de gestion et les fraudes qui ont conduit au désastre d'un certain nombre de grands groupes (dont les plus emblématiques sont Enron, WorldCom aux États-Unis ; [138] Vivendi Universal, France Télécom et Alstom en France) sont la conséquence directe des pressions exercées sur les dirigeants par les acteurs de marchés (investisseurs, analystes...) pour les amener à se conformer aux normes internationales de rentabilité (*bench marking*). C'est en grande partie pour satisfaire ces exigences de rentabilité (le fameux ROE à 15 %) que les dirigeants ont mobilisé tout l'arsenal de moyens à leur disposition, qu'il s'agisse des nouvelles techniques d'ingénierie financière, tels que les produits dérivés, ou de pratiques destinées à camoufler certains engagements du groupe (inscription dans des hors-bilan peu transparents).

Un instrument financier a joué un grand rôle dans les scandales financiers : ce sont les fameuses *stock-options* (cf. encadré). Cette technique, qui indexe la rémunération des dirigeants sur la valeur boursière de leur entreprise, a été mise en place à la demande des investisseurs pour inciter les dirigeants à tout mettre en œuvre pour

augmenter la valeur des actions. Cet instrument diabolique s'est retourné contre les actionnaires car les dirigeants y ont vu un moyen de satisfaire leur volonté d'enrichissement personnel, en faisant monter les cours de leur entreprise par tous les moyens y compris la fraude et la prise de risques excessifs. Les *stock-options* ont ainsi conduit à des dérives graves, et expliquent comment les rémunérations des dirigeants sont souvent aujourd'hui plusieurs centaines de fois supérieures à celles des salariés. En 2002, le salaire et les stock-options des P-DG des sociétés du CAC 40 représentaient plus de 500 fois le SMIC annuel. Et la valeur des stock-options atteignait 5 millions d'euros par P-DG.

Les *stock-options* sont un mode de rémunération des dirigeants qui consiste à leur donner la possibilité (l'option) d'acheter à l'avenir des actions de leur propre entreprise à un cours fixé à l'avance, souvent inférieur au cours de l'action au moment de la conclusion du contrat. Cette technique permet de relier la rémunération des dirigeants aux performances boursières de l'entreprise : si le cours des actions de l'entreprise augmente, les bénéficiaires des stock-options peuvent réaliser des plus-values en revendant ces titres à leur nouvelle valeur. Les stock-options incitent donc les dirigeants à se conformer à l'intérêt des actionnaires, qui est d'obtenir une augmentation de la valeur de leurs placements.

[139]

## Les entreprises déstabilisées par leurs opérations internationales

[Retour à la table des matières](#)

Les scandales précédents ont amené une crise de confiance profonde sur les marchés financiers. Le krach boursier, limité initialement aux valeurs de la « nouvelle économie », s'est généralisé et touche l'ensemble des secteurs économiques. Alors que les turbulences financières antérieures (notamment le krach de 1987) n'avaient pas eu d'effet significatif sur le secteur productif, cette chute des cours boursiers atteint de plein fouet les entreprises qui se trouvent ainsi placées à l'épicentre de la crise des années 2000.

La gravité de cette crise, la plus importante depuis celle des années 1930, est directement liée aux transformations du capitalisme contemporain, et notamment à son internationalisation. On constate, à ce sujet, un double mouvement du capital financier. D'un côté, les investisseurs étrangers ont pris le contrôle d'une part importante du capital des entreprises françaises, comme on l'a vu. D'un autre côté, ces dernières ont investi massivement à l'étranger. En effet, depuis la fin des années 1980, la France est l'un des principaux investisseurs dans le monde, derrière les États-Unis. On constate, à ce sujet, que le développement récent des grands groupes français semble avoir davantage pris place à l'étranger qu'en France. Une comparaison entre données consolidées de groupes sur des périmètres français et mondial fait apparaître une progression beaucoup plus rapide au niveau mondial des principales variables, qu'il s'agisse des effectifs, du chiffre d'affaires ou du résultat opérationnel (tableau 3). Ces évolutions illustrent l'insertion du capitalisme français dans le processus de mondialisation.

Ce processus d'internationalisation a donné lieu à une vague de fusions et d'acquisitions d'une ampleur exceptionnelle à la fin des années 1990 : les montants en jeu sont cinq à six fois plus importants que pendant la précédente vague de la fin des années 1980. Ces opérations de croissance externe concernent essentiellement des groupes situés en Europe et aux États-Unis. Les opérations transfrontières ont été beaucoup plus importantes que les opérations domestiques. Ce développement sans précédent des opérations de fusions et acquisitions est directement lié à la phase d'euphorie spéculative qui a caractérisé la période dite de la « nouvelle économie ». Des groupes, tels que France Télécom et Vivendi, se sont lancés dans de gigantesques [140] opérations de croissance externe (rachats d'Orange et d'Universal, respectivement), payées au prix fort au sommet de la bulle technologique, et qui vont durablement plomber leurs comptes de bilan et de résultats.

**Tableau 3.**

Les groupes français cotés :  
 Comparaison entre les périmètres France et monde  
 (données consolidées moyennes pour 32 groupes)

		1997	2000	Taux de croissance
Effectifs	Monde	78 632	112 951	+ 44%
	France	47 224	49 632	+ 5%
Chiffre d'affaires*	Monde	14 817	22 630	+ 53%
	France	6 943	8 742	+ 26%
Résultat opérationnel*	Monde	909	1 873	+ 106%
	France	691	585	- 15%

\* Milliers d'euros.

Source : Insee, direction des statistiques d'entreprises.

Ces opérations de croissance externe ont été financées par des échanges d'actions (OPE) et par le recours à l'endettement, ce qui a amené les grands groupes à s'endetter massivement à la fin des années 1990. De 1998 à 2000, les 98 entreprises françaises cotées à l'indice SBF 120 ont vu leur dette financière passer de 1991 à 375 milliards d'euros, soit un quasi-doublement. Il est clairement démontré que cette montée de l'endettement est directement liée aux opérations d'internationalisation des grands groupes sous forme d'acquisitions à l'étranger [Picard, 2003].

### *Les grandes entreprises piégées par la crise boursière*

Le surendettement n'est pas la seule source de fragilisation des entreprises. À la suite de la récente vague de fusions-acquisitions, la plupart des grandes entreprises ont également enregistré des survaleurs, sous forme de *goodwill* [Commissariat général du Plan, 2002]. Ces *goodwills*, selon la terminologie des analystes financiers, regroupent en



particulier les « écarts d'acquisition » qui mesurent la différence entre le montant payé

[141]

### **Le poids exorbitant du *goodwill* dans le bilan des grandes entreprises**

Le goodwill est un poste inscrit à l'actif du bilan d'une société mère. Il résulte de la différence entre la valeur d'achat et la valeur comptable des fonds propres de l'entreprise cible d'une OPA (offre publique d'achat) ou d'une OPE (offre publique d'échange). L'achat de filiales à des prix surévalués (cas de l'achat d'Orange par France Télécom) a conduit à une explosion de ce poste pendant la seconde moitié des années 1990. Cette survaleur est généralement ventilée sur trois postes : les écarts d'acquisition stricto sensu, les fonds de commerce et les marques qui constituent une part prépondérante des immobilisations incorporelles.

Chacun de ces éléments, dont la valorisation est fortement spéculative, est exposé à de hauts risques de dépréciation à la suite de la chute des cours boursiers. En 2001, les écarts d'acquisition *stricto sensu* représentaient les deux tiers des fonds propres des entreprises du CAC 40. Élargis aux autres actifs incorporels, ils totalisent plus de 100 % des fonds propres des grandes entreprises (tableau 4). Aux États-Unis, cette proportion est de 66 %.

On constate sur le tableau 4 que le poids élevé des actifs incorporels caractérise toutes les entreprises qui ont fait des opérations de fusions-acquisitions pendant la bulle financière, dans la nouvelle économie (Vivendi : acquisition d'Universal), comme dans l'ancienne économie (Carrefour : acquisition de Promodès).

Dans ces conditions, les *goodwills* ont pris un poids considérable, estimé à plus de 100 % des fonds propres des 15 plus grandes entreprises cotées au CAC 40 [Commissariat général du Plan, 2002]. En période normale, les *goodwills* auraient été amortis sur vingt ou quarante ans selon les règles comptables, ou bien dépréciés par à-coups pour refléter plus scrupuleusement la valeur de l'entreprise. Avec l'effondrement général des cours boursiers, ils deviennent des actifs « douteux » qui jettent une profonde suspicion sur la valeur des fonds propres de l'entreprise. En bref, leur surévaluation appelle une dépréciation massive qui diminue d'autant les profits et réduit les fonds propres.

On constate ainsi sur le tableau 5 que la rentabilité financière des principaux groupes français s'est fortement dégradée, pour devenir négative en 2001. Deux causes à cette évolution défavorable : d'une part, la montée des charges financières liées à l'endettement, et d'autre part, la dépréciation des actifs acquis

par les groupes, par suite de la débâcle boursière, ce qui a obligé ces derniers à procéder à de coûteux amortissements des écarts d'acquisitions.

lors du rachat d'une entreprise et sa valeur comptable (*cf.* l'encadré). Ces *goodwills*, ou actifs incorporels, se sont gonflés parce que les opérations de fusions et acquisitions ont été payées à des prix très supérieurs à la valeur comptable des entreprises au moment de la bulle financière des années 1990.

[142]

**Tableau 4.**

ACTIFS INCORPORELS DES SOCIÉTÉS DU CAC 40 (1)  
en % des capitaux propres, décembre 2001

	<i>Écart d'acquisition (1)</i>	<i>Autres actifs incorporels (2)</i>	<i>Total goodwill (1) + (2)</i>
Carrefour	131,7	22,9	154,6
Danone	85,3	29,2	114,5
France Télécom	165,8	86,3	252,1
LVMH	52,4	64,3	116,7
Peugeot	21,6	1,8	23,4
Saint-Gobain	50,9	15,1	66,0
Vivendi-Universal	102,4	63,4	165,8
Moyenne (2)	65,9	35,6	101,6

(1) Sur la base des rapports annuels des sociétés.

(2) Moyenne des 15 principales sociétés cotées au CAC 40 qui représentent 40 % des fonds propres de l'indice.

Source : Commissariat général du Plan (2002).

**Tableau 5.**

Évolution de la rentabilité et de ses composantes  
pour 82 groupes français cotés à l'indice SBF 120

	1997	1998	1999	2000	2001
Ratios de rentabilité en % :					
- économique (1)	8,5	9,5	8,8	7,7	6,9
- financière (2)	8,7	11,2	10,6	10,2	-4,0
Flux en % du résultat d'exploitation :					
Charges financières	34	28	25	29	44
Amortissements des écarts d'acquisitions	9	6	8	11	60

Résultat courant + charges financières/passif.

Résultat net comptable/fonds propres.

Source : Picard [2003].

À l'été 2000, la capitalisation boursière (valeur de marché) des grandes entreprises atteignait près de sept fois la valeur comptable de leurs fonds propres aux États-Unis et près de quatre [143] fois en France, alors que ce ratio se situe traditionnellement dans une fourchette de 1,5 à 2.

Les comptes des entreprises ont été « plombés » durablement par les opérations de fusions et acquisitions réalisées pendant la période d'euphorie boursière. Les profits se sont orientés à la baisse. Les sociétés du CAC 40 ont subi près de 20 milliards d'euros de pertes en 2002. Et les structures de bilan des grands groupes se sont fortement dégradées avec une hausse du ratio stratégique des dettes sur les fonds propres. Cette évolution a entraîné un ensemble de mécanismes en chaîne extrêmement défavorables. Les banques et les créanciers ont réagi en rationnant les financements et en renchérissant le coût des financements par une hausse de la prime de risque payée par les grands groupes. Les dégâts collatéraux sur l'ensemble de l'économie sont considérables car ce choc financier affecte la plupart des grandes entreprises cotées en Bourse qui représentent en France, avec leurs filiales, 20 % de la valeur ajoutée et 24 % de l'investissement. Il y a tout lieu de craindre que cette crise ait des effets dépressifs durables sur l'activité et l'emploi. Car c'est le cœur du secteur productif qui est

touché. Étant obligées de consacrer une part importante de leurs ressources à rétablir leur situation financière, les entreprises sont en effet incitées à réduire leurs investissements et leurs effectifs salariés. Le marasme économique et la montée du chômage au cours des années 2002-2003 ne sont sans doute pas sans rapport avec cette crise financière. Ainsi, les systèmes productifs apparaissent très vulnérables, en France comme dans les autres pays industrialisés, car ils sont désormais sous l'emprise de la finance internationale qui restera marquée par des turbulences fortes et récurrentes tant qu'elle ne fera pas l'objet d'une régulation rigoureuse.

### *Réguler le capitalisme financier ?*

La crise boursière des années 2000 et les nombreux scandales qui l'ont accompagnée ont suscité de nombreuses propositions pour améliorer la régulation du capitalisme financier <sup>77</sup>. Aux États-Unis, la loi Sarbanes-Oxley, entrée en vigueur en juillet 2002, comprend onze dispositions dont la plus [144] spectaculaire est l'obligation désormais imposée aux dirigeants de certifier la « sincérité » de leurs comptes, avec un renforcement des sanctions pénales appliquées aux manquements dans ce domaine. Cette disposition est applicable aux dirigeants de l'ensemble des sociétés cotées sur les marchés américains, y compris les entreprises étrangères ! La loi crée de nouvelles autorités chargées de réguler la profession d'audit et de définir la réglementation comptable. Elle vise également à lutter contre les conflits d'intérêts en définissant les prestations que les firmes d'audit ne peuvent effectuer. De nouvelles règles comptables sont également adoptées. Parmi celles-ci : la suppression de la pratique de la mise en commun des intérêts (*pooling of interests*), qui permettait de ne pas faire apparaître au bilan les survaleurs (*goodwill*) résultant d'opérations de fusions-acquisitions (cf. encadré), ainsi que l'obligation désormais imposée de soumettre ces survaleurs à des mesures de dépréciation. Malgré ces réformes, des lacunes importantes demeurent. Ainsi, aucune mesure n'est prise pour obliger les entreprises à enregistrer dans leurs comptes de résultats et

<sup>77</sup> Ainsi, dans *Le Capitalisme déboussolé*, Olivier Pastré et Michel Vigier [2003] présentent soixante mesures pour réformer le gouvernement d'entreprise.

de bilan les *stock-options* distribuées à leurs dirigeants (qui ont représenté 17 % des résultats des sociétés composant l'indice SP 500) et dont on a vu les effets pervers sur le comportement des dirigeants en question...

De leur côté, les pouvoirs publics français ont promulgué en 2003 une nouvelle « loi sur la sécurité financière » comprenant plusieurs séries de dispositions. Tout d'abord, la création d'une Autorité des marchés financiers (AMF), entité administrative indépendante dotée de la personnalité morale (lui permettant d'ester en justice), ce qui est une première pour ce type d'institution, et disposant de ressources propres. L'AMF aura pour mission la protection de l'épargne investie en produits financiers, l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés. La nouvelle loi vise également à moderniser le contrôle des comptes et du droit des sociétés. Tirant les leçons des affaires boursières, le législateur français, comme son homologue américain, organise la séparation (la fameuse « muraille de Chine ») entre les fonctions d'audit et de conseil, les auditeurs ne pouvant fournir du conseil à une entreprise dont ils surveillent les comptes.

Ces différentes mesures devraient réduire les dysfonctionnements futurs du capitalisme financier, mais elles apparaissent insuffisantes pour changer en profondeur sa logique. Dans le débat actuel, deux stratégies sont proposées pour tenter d'agir [145] sur le fonctionnement du capitalisme, et pour réduire l'emprise de la finance et de ses acteurs sur les entreprises. Tout d'abord des stratégies adaptatives, qui cherchent à corriger les abus du capitalisme moderne en s'appuyant sur la logique des marchés. Les soutiennent ceux qui estiment possible de limiter le recours à des objectifs de rendement purement financiers à court terme par l'exercice d'un droit de regard sur les critères de performance des entreprises. Les « fonds éthiques » qui investissent en fonction de critères non spécifiquement financiers (environnementaux et sociaux), de même que la notion de « responsabilité sociale de l'entreprise », relèvent de cette stratégie. Selon cette conception, le rééquilibrage des pouvoirs dans l'entreprise peut également être obtenu par la représentation collective des épargnants salariés dans les fonds de placement et par l'actionnariat salarié. Le patronat approuve cette vision car il y voit un moyen de reconstituer un actionnariat stable favorable au pouvoir des managers [Peyrelevede, 1993]. Les

Confédérations syndicales françaises (hormis Force Ouvrière) ont également décidé de participer à cette démarche, en créant un « Comité intersyndical de l'épargne salariale » pour orienter l'investissement de cette épargne vers des placements « socialement responsables ».

Le deuxième type de stratégie part du principe que les mesures précédentes sont insuffisantes pour rompre avec la logique marchande et financière de la mondialisation. Les nouvelles régulations doivent prendre la forme de contre-pouvoirs forts, indispensables à la limitation des excès et des risques du capitalisme actionnarial. Les politiques publiques et sociales doivent reprendre, sous des formes nouvelles, la place qu'elles ont perdue à la suite de la libéralisation tous azimuts des deux dernières décennies. Ainsi, dans les entreprises, le moyen le plus efficace de redonner du pouvoir aux salariés est de renforcer les prérogatives de leurs représentants en tant que tels, non en tant qu'actionnaires. Une telle stratégie doit s'appuyer sur les mouvements sociaux car elle implique une transformation des rapports de force vis-à-vis des détenteurs du capital financier et de leurs alliés.

[146]

**La finance mondialisée...****Chapitre 6**

---

**“La place de l’Europe  
dans la valorisation mondiale  
des capitaux de placement financier.”****Par Esther Jeffers**[Retour à la table des matières](#)

De nombreux travaux et articles sont consacrés au rôle dominant des États-Unis dans la mondialisation. Les investisseurs institutionnels les plus puissants, beaucoup des plus grandes firmes multinationales, et surtout la monnaie internationale leur appartiennent. C’est aussi à Washington que sont situées les principales institutions financières. Pour autant, dans cet espace financier mondial, les États-Unis ne sont pas seuls. Il y a aussi l’Europe. Or peu a été encore écrit sur l’Europe, ses institutions, ses entreprises et ses gouvernements dans ce processus. Sauf parfois pour dire que, face à l’hégémonie des États-Unis, l’Europe constituerait un contre-modèle, une manière, en quelque sorte harmonieuse et équilibrée, de vivre et de développer la mondialisation. Il existerait alors une version *hard* de la mondialisation à l’américaine à laquelle s’opposerait la version soft européenne.

Or rien n’est plus faux. C’est à la City de Londres que s’est déroulée la première étape de la mondialisation financière, qui voit une économie internationale d’endettement prendre son essor à partir de la fin des années 1960 [Bourguinat, 1995]. À partir de la libéralisation et de la déréglementation de la première moitié des années 1980, les places

financières d'Europe continentale sont venues fournir aux investisseurs institutionnels américains des points d'appui précieux pour la mise en œuvre de stratégies diversifiées de placement. Ces investisseurs ont été au premier rang des bénéficiaires des privatisations des [147] entreprises nationalisées comme de celles des services publics. Inversement et de façon complémentaire, les investisseurs institutionnels européens ont pu prendre appui sur les forces motrices de la mondialisation financière situées aux États-Unis comme sur les possibilités offertes par la libéralisation des mouvements de capitaux - menace de retrait à l'égard de gouvernements « non coopératifs », spéculation contre telle ou telle monnaie - pour se renforcer. En moins d'une décennie ils ont pu (re)construire le « pouvoir de la finance » dans les pays de l'Union européenne et en imposer les exigences aux salariés, tant par l'intermédiaire des politiques budgétaires et monétaires dont les critères de Maastricht ont été l'emblème que par le bouleversement du rapport salarial.

Aujourd'hui si les États-Unis détiennent 54 % du total des actifs financiers des investisseurs institutionnels des pays de l'OCDE et le Japon 14 %, les pays de l'Union européenne en détiennent plus de 27 %. Le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne viennent en tête. Pour l'ensemble des pays de l'OCDE la valeur nominale des actifs détenus a plus que doublé entre 1990 et 1999, mais le taux de croissance a été supérieur pour la France comme pour l'Allemagne [Jeffers, Plihon, 2002].

**Tableau 1.**

*Actifs financiers des investisseurs institutionnels des pays de l'OCDE*

	<i>1990 en % du PIB</i>	<i>1999 en % du PIB</i>	<i>2000 en milliards de dollars</i>
États-Unis	119,4 %	212,8 %	19 450,9
Royaume-Uni	114,5 %	226,7 %	3 264,8
France	54,8 %	125,4 %	1 731,7
Allemagne	33,9 %	76,8 %	1 507,1

*Source : Institutional Investors Statistical Yearbook, OCDE.*



L'Europe n'est pas une entité homogène : elle est faite d'États-nations qui ont connu des processus d'accumulation financière différenciés, aussi bien chronologiquement que dans leurs points d'appui. Cela explique pourquoi les différentes Bourses européennes n'occupent pas la même place. Si Londres tout au long de son histoire a joué un rôle primordial, il n'en va [148] pas de même pour les places d'Europe continentale dont le développement est plus récent. Contrairement à certaines idées reçues, la rivalité entre les différentes places demeure et se renforce. D'une part, elles se sont développées dans des environnements économiques, monétaires, historiques différents. D'autre part, le lancement de l'euro a créé un nouveau cadre caractérisé par des volumes d'opérations auxquels les places financières européennes n'étaient pas du tout habituées. Ce changement de dimension conduit aujourd'hui à l'accélération d'un mouvement d'unification parallèlement à une exacerbation des concurrences. Les politiques de privatisation et de libéralisation financière mises en œuvre ont rendu ces places attractives pour les investisseurs. Parallèlement les capitaux européens se sont investis aux États-Unis. Ces derniers sont de loin le premier importateur de capitaux, ils drainent à leur profit l'épargne mondiale, leur position leur permet d'attirer et de bénéficier d'importants flux de capitaux étrangers. De la même manière il s'agit de montrer que, tant sur le plan des capitaux de placement que des investissements directs étrangers (IDE), les différents pays de l'Union européenne sont en compétition, car les intérêts économiques et politiques du Royaume-Uni, de l'Allemagne ou de la France sont différents. En Amérique latine ou dans les pays de l'Europe centrale et occidentale (PECO), on voit les rivalités qui se manifestent pour défendre des intérêts économiques spécifiques dans le cadre d'un processus de mondialisation qui fait apparaître que la finance, pour globalisée et unifiée qu'elle soit à l'échelle du monde entier, est organisée à partir d'une base hiérarchisée. Derrière les États-Unis, l'Union européenne - à travers les principales puissances qui la composent - joue bien son rôle de second pilier de la finance mondiale.

## Une accumulation financière et des structures d'actifs différenciés

[Retour à la table des matières](#)

L'analyse des processus d'accumulation financière différenciés se concentrera sur les trois pays mis en relief dans le tableau 1. Lors des deux dernières décennies, l'organisation du système des retraites et les dispositifs liés à la gestion de l'épargne ont joué un rôle fondamental dans chacun d'eux. Mais cela s'est fait de façon particulière dans chaque cas en [149] s'insérant dans un processus propre plus ancien. C'est donc par le Royaume-Uni qu'il faut commencer.

### *L'accumulation financière britannique*

Avant l'afflux des fonds résultant de la centralisation de l'épargne-retraite, l'accumulation financière britannique avait déjà pu se développer fortement grâce aux revenus financiers afférents à l'activité de la place de Londres, la City. Sans revenir sur la période de 1870 à 1914, où Londres était la première place financière internationale parce que la Grande-Bretagne était la première puissance mondiale, financière et commerciale, dès le lendemain de la Seconde Guerre mondiale, l'environnement réglementaire et légal du pays a été ordonné pour lui permettre de reconstituer son avantage compétitif comme intermédiaire financier international. Le déficit de la balance américaine des paiements devient particulièrement important à partir de 1958. Parmi les causes qui sont à l'origine de cette aggravation du déficit américain, il faut mentionner les importantes sorties de capitaux correspondant à l'achat d'actifs étrangers par des entreprises américaines attirées par des perspectives de rentabilité élevée en Europe. Le déficit américain est aussi aggravé par les dépenses militaires. Le dollar devient abondant. Les banques centrales étrangères voient alors leurs réserves en dollars augmenter de façon très importante, la part relative détenue en or diminuant sans cesse. Cette abondance de dollars a favorisé le développement du marché des eurodollars. Il s'agit des dépôts bancaires libellés en dollars enregistrés dans des banques situées hors des États-Unis et circulant hors de leur

territoire. Leur expansion, liée au déficit américain, a été stimulée par l'attitude des banques américaines qui offraient des taux d'intérêt peu élevés aux déposants mais exigeaient des taux élevés pour les emprunts. Des mesures restrictives furent prises aux États-Unis, comme la réglementation Q qui plafonnait la rémunération des comptes à terme aux États-Unis déjà dès 1958, ou encore la taxe d'égalisation des taux d'intérêt - *Interest Equalization Tax* - qui allait établir une retenue à la source sur les capitaux prêtés par les résidents américains à l'étranger à partir de 1963. Les réglementations américaines destinées à freiner les sorties de capitaux ont encouragé les firmes multinationales de ce pays à lever leurs capitaux sur le marché des eurodollars. Les banques européennes pouvaient, en offrant des [150] conditions plus favorables, développer leurs opérations en dollars. C'est ce que la place de Londres et les banques britanniques ont très bien su faire. Le résultat en a été le développement spectaculaire des euromarchés.

**Tableau 2.**

Évolution du marché de l'eurodollar (en milliards de dollars)

1952	2
1963	7
1973	160
1983	2 278

Source : *World Financial Markets*, BIS.

Les eurodollars se sont multipliés mécaniquement par le jeu de prêts en chaîne entre les grandes banques privées internationales. Ce développement des euro-obligations, c'est-à-dire des prêts octroyés par les banques en eurodollars, conduit au développement d'un marché parallèle international en dehors de tout contrôle étatique. À partir de 1973, après le premier choc pétrolier, le développement des pétrodollars vient s'ajouter aux eurodollars. Les banques à rayonnement international vont se syndiquer pour recycler ces eurodollars et pétrodollars en prêtant massivement aux pays du Sud, à la Yougoslavie et aux pays de l'Est disposés à entrer dans l'engrenage

de la dette extérieure. Entre 1970 et 1980, le montant de la dette contractée auprès des banques internationales est multiplié par 33 alors que la dette à l'égard des institutions financières multilatérales ou d'autres États (dette bilatérale) n'est multipliée que par 5.

Avec l'abrogation des accords de Bretton Woods et l'instauration du (non-)régime des changes flottants, le marché des changes a pris une très grande importance, devenant un tremplin de plus pour le processus de libéralisation financière des années 1979-1980. Maillon essentiel de la finance, le marché des changes est le plus grand des marchés financiers. Londres a vite été l'un des centres les plus importants du marché des changes, occupant la première place (32 %) devant les États-Unis ou le Japon. Le marché des changes est hautement spéculatif. Les capitaux peuvent à tout moment se porter sur telle ou telle monnaie et leurs détenteurs ne sont pas tenus, [151] comme les banques centrales, de défendre les monnaies nationales, ni même le dollar dans ses fonctions de monnaie internationale. Leur extrême mobilité et leur tendance à se déplacer d'une place à l'autre se font en fonction des variations de taux d'intérêt et des taux de change. Ce sont des moyens privilégiés de spéculation.

Sur la lancée de ces processus le marché des eurodevises a pu se développer rapidement à Londres, mais aussi sur d'autres places et avec d'autres monnaies que le dollar. Ce marché est un marché *offshore* échappant aux régulations domestiques. Le principal centre *offshore* est Londres. Ces dernières années ce marché a connu un développement continu, atteignant fin 2001 une taille évaluée en montant brut à 11 483 milliards de dollars.

**Tableau 3.**

Dimension du marché des eurodevises (en milliards de dollars)

	1970	1980	1990	2000	2001
Dimension brute	57	1 334	7 149	10 766	11 483

Source : BRI.

Sur ce marché, le dollar est, et a toujours été, la monnaie la plus demandée. Les autres monnaies importantes sont l'euro et le franc suisse. Environ 85 % des dépôts ont une échéance inférieure à six mois. Parmi ces dépôts, la moitié ont une échéance inférieure à trois mois et environ 15 % sont à vue.

### *L'accumulation financière française*

Dans le cas de la France, le cours politique et social de la Seconde Guerre mondiale et de la Libération ont marqué une césure profonde du processus d'accumulation financière. De l'héritage des rapports politiques internationaux et domestiques qui avaient fait de la France jusqu'en 1914, et encore dans les années 1920, un État-rentier de premier plan [Hobsbawm, 1987], il restait peu de choses. C'est autour de ce que l'État a sauvé en 1945, à savoir les banques, que l'accumulation financière a repris. Nationalisés et transformés pendant plusieurs décennies en principal rouage de la finance administrée et d'un crédit à l'économie orientée par les plans de modernisation successifs, les banques françaises ont évolué vers la finance de [152] marché. Elles l'ont fait sous l'égide de l'État dans une relation où il a été leur protecteur et donc l'un des agents, sinon l'agent principal de l'accumulation financière.

Celle-ci s'est d'abord faite dans l'arène internationale. Tant est vrai que si la dette du tiers monde s'est formée à Londres, le cartel des créanciers publics qui se réunit plusieurs fois par an pour rééchelonner la dette et organiser la poursuite du paiement des intérêts a pris le nom de Club de Paris. Il regroupe 19 membres permanents et des créanciers invités au cas par cas. Le président mais aussi le coprésident et le vice-président du Club de Paris sont tous des hauts fonctionnaires de la direction du Trésor français. Encore publiques et étroitement réglementées au plan national, les banques ont donc initié un parcours que France Télécom et EDF suivront plus tard. Elles ont renforcé leur puissance aux dépens des populations des pays du Sud. Elles y ont gagné de l'expérience et une force de frappe qui leur serviront ensuite en France même.

La faible envergure des marchés de capitaux au moment où l'épargne française a commencé à s'accroître puis à se financiariser a profité aux banques. Aux côtés de l'assurance-vie, une gestion collective de l'épargne organisée par les banques a connu un développement important. La France occupe le deuxième rang mondial dans l'industrie des organismes de placement collectif (OPCVM), loin derrière les *mutual funds* américains mais en tête du marché européen en termes d'actifs gérés par tête d'habitant. Il faut souligner les différences dans les caractéristiques et les placements effectués par les OPCVM français et anglo-saxons. En France ces OPCVM sont « captifs » au sens où ils sont largement contrôlés par les banques alors que dans les pays anglo-saxons ils sont souvent indépendants. Tandis qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni, les placements se font surtout en actions, les OPCVM français continuent à être dominés par les OPC monétaires et obligataires.

En France, la dette publique a été le principal levier de l'accumulation financière domestique des années 1983-1995. Selon les estimations de l'INSEE, le ratio d'endettement public est passé de 21 % à 58,5 % du PIB entre 1980 et 1998. Pour faire face à l'alourdissement de sa dette et ne pouvant plus compter sur les seuls investisseurs résidents, l'État a cherché à prendre appui sur un marché des titres d'État ouvert aux investisseurs non résidents. La libéralisation et la déréglementation ont assuré une présence d'investisseurs institutionnels [153] anglo-saxons, mais elles ont permis aussi, on serait tenté de dire surtout, aux investisseurs français de bénéficier de la tendance à l'alignement des taux d'intérêt sur les taux américains, ainsi que de la liberté de mouvement international nécessaire à une pression efficace sur les gouvernements. Presque 75 % de la dette étaient détenus en 1995 par des groupes financiers ou des opérateurs financiers français.

Parallèlement, la croissance du besoin d'emprunt du secteur privé va être forte en 1982 en raison en particulier de la dégradation de la situation financière des entreprises. À partir de 1983, le gouvernement fait le choix d'appliquer une politique d'austérité avec une désindexation des salaires sur les prix et sur les gains de productivité. Depuis cette date, le partage des revenus entre le travail et le capital a été profondément affecté [Artus, Cohen, 1998], avec une baisse de la part salariale dans la valeur ajoutée. La part des salaires dans la valeur

ajoutée brute (avant amortissements) a reculé, passant ainsi de 72,5 % en 1982 à 64,3 % en 2002. Parallèlement à cette évolution très défavorable aux salariés, la part des dividendes distribués par les entreprises à leurs actionnaires a évolué dans le sens opposé et, en 2002, elle a dépassé pour la première fois les 20 % de l'excédent brut d'exploitation (EBE), ce qui met la rémunération du capital au niveau de 40 % de l'EBE.

### *Quelques éléments sur l'Allemagne*

L'Allemagne se caractérise par le maillage d'intérêts qui associent les banques, les grands groupes industriels et les sociétés d'assurances. L'économie allemande de l'après-guerre s'est développée et a été financée par une alliance entre l'industrie et le système bancaire, notamment public, où le rôle des réseaux des caisses d'épargne et des *landesbanken* a été fondamental. Ainsi ce sont traditionnellement les banques allemandes qui ont joué un rôle très important dans le financement de l'économie et qui ont assuré par des prêts le financement des petites et moyennes entreprises. Le rôle des banques allemandes est aussi très important dans les grandes sociétés allemandes, non seulement du fait de leur participation au capital mais également par leur présence aux conseils d'administration. Le rôle prépondérant des banques allemandes, notamment depuis la loi de 1965, résulte pour une bonne partie, du « droit de vote » des établissements de crédit pour les actions déposées chez eux [154] (*Vollmachtsstimmrecht*). Aussi la place accordée à la Bourse était tout à fait marginale. Par contre le recours aux emprunts obligataires et aux emprunts bancaires était très important.

### *La configuration différenciée des investisseurs et des portefeuilles*

Aux États-Unis, les dispositifs liés à l'épargne retraite lors des deux dernières décennies - notamment les fonds de type 401k - ont largement favorisé les OPCVM au détriment des compagnies d'assurances alors que ceux en vigueur au Royaume-Uni ont mis les assurances au centre du paysage financier. Le partage de l'intermédiation financière qui s'est instauré, tant dans le système britannique qu'aux États-Unis, s'explique avant tout par l'organisation du système de retraite par capitalisation et son évolution. Au Royaume-Uni, la très grande majorité des plans de retraite individuels a été souscrite auprès des compagnies d'assurances. Aussi l'actif des assureurs britanniques est composé très différemment de l'actif des assureurs français ou allemands.

**Tableau 4.**

Structure de la détention d'actions cotées en %

	<i>Allemagne*</i>		<i>France</i>		<i>Royaume-Uni**</i>	
	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>
Institutions financières monétaires	13,1	13,0	7,8	8,3	1,7	1,9
Assurances, fds de pension, autres IF	23,9	23,7	25,0	26,1	45,3	45,3
Ménages	17,3	15,3	7,9	7,8	12,0	8,7
Entreprises non financières et APU	32,6	33,2	30,1	29,7	20,4	24,1
Reste du monde	13,1	14,9	29,1	28,1	20,7	20,1

\* Actions cotées et non cotées.

\*\* Actions cotées britanniques et étrangères.

Source : Banques centrales et CDC.



[155]

On notera (tableau 4) que les institutions financières monétaires, dont les banques sont la composante essentielle, sont les moins détentrices d'actions. Toutefois on retrouve un taux de détention plus élevé en Allemagne, ce qui est la marque du modèle bien connu de la *Hausbank*. Inversement, ce sont les compagnies d'assurances et les fonds de pension qui occupent une présence prédominante au Royaume-Uni et en constituent une caractéristique déterminante.

Par ailleurs il convient de remarquer le poids plus important des entreprises et de l'État en Allemagne et en France relativement au Royaume-Uni, où les chiffres seraient encore bien plus faibles si on tenait compte du fait qu'il s'agit, pour l'essentiel, de détention d'actions étrangères. Enfin la France est le pays où la présence étrangère est la plus importante.

Sur les marchés obligataires, qui ont connu un développement très important au cours de la dernière décennie, la France et le Royaume-Uni se singularisent par un marché des obligations d'entreprises assez significatif, alors qu'en Allemagne le poids des entreprises non financières est infime (tableau 5). Cela reflète le modèle de financement des entreprises qui privilégie en Allemagne les prêts bancaires comme mode d'endettement.

**Tableau 5.**

Structure des émissions des obligations en %

	<i>Allemagne</i>		<i>France</i>		<i>Royaume-Uni</i>	
	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>
Institutions financières	62,4	64,0	32,0	30,4	35,2	38,9
Entreprises non financières	1,8	1,9	15,7	18,0	24,8	25,5
Administrations publiques	35,8	34,1	53,2	51,6	40,0	35,6

*Source* : Banques centrales, CDC.

[156]

**Tableau 6.**  
Structure de la détention d'obligations en %

	<i>Allemagne</i>		<i>France</i>		<i>Royaume-Uni</i>	
	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>
Intermédiaires financiers	53,1	52,3	68,8	66,7	72,6	72,8
Ménages	13,9	13,1	4,7	4,4	3,3	3,0
Entreprises non financières et APU	5,6	7,5	4,1	4,4	2,7	2,5
Reste du monde	27,5	27,1	22,3	24,6	21,4	21,5

*Source* : Banques centrales et CDC.

On retrouve dans ces tableaux les caractéristiques propres à chacun des pays. Ainsi, le marché obligataire français porte la trace des politiques mises en œuvre à partir des années 1980 par l'État pour assurer un financement non monétaire de sa dette et de l'économie. Le poids des administrations publiques dans les émissions d'obligations en témoigne (tableau 5). De même, on retrouve en Allemagne le poids très marqué des institutions financières dans les émissions d'obligations alors que celui des entreprises non financières est extrêmement faible (1,9 % en 2001). Cela confirme l'importance déjà signalée de la relation de financement banque-entreprise et des prêts bancaires comme mode d'endettement privilégié.

L'examen des structures de détention révèle que les marchés obligataires sont des marchés où, dans les trois pays, les intermédiaires financiers ont une forte présence. Leur taux de détention des obligations (tableau 6) varie selon le pays entre 52 % et plus de 72 %. Ce constat ne doit toutefois pas cacher la spécificité de chacun des modèles : ainsi en Allemagne le marché obligataire est fortement interbancaire et ce sont les banques qui, parmi les intermédiaires financiers, détiennent le portefeuille obligataire le plus important, alors qu'en France ce sont plutôt les compagnies d'assurances. Au Royaume-Uni où les institutions financières sont les plus présentes, ce sont les compagnies d'assurances et les fonds de pension. On retrouve cette forte présence des institutions financières quand on examine d'autres caractéristiques,

comme l'implantation des banques étrangères, qui sont très nombreuses à la City.

[157]

Autre phénomène marquant dans la plupart des pays, si on examine l'évolution sur les dix dernières années, c'est le recul du poids des ménages et au contraire une détention croissante par les agents non résidents. Ainsi les marchés de dette publique sont désormais des marchés d'institutionnels qu'ils soient résidents ou étrangers.

## La concurrence entre les places financières européennes

[Retour à la table des matières](#)

Les effets de la mondialisation financière sur la géographie des activités financières sont contradictoires. Cette mondialisation est marquée par des tendances fortes dans le sens de la convergence comme en témoignent l'internationalisation des portefeuilles et le poids croissant des intermédiaires financiers. D'un côté, les barrières à la concentration des marchés financiers diminuent et les transactions transfrontalières augmentent. D'un autre côté, la mondialisation pousse à la polarisation des fonctions les plus sophistiquées de l'intermédiation financière internationale dans un nombre réduit de centres. Ceux-ci sont conduits à se livrer une concurrence sévère. Dans ce contexte, la déréglementation est déterminante : la place la plus attractive est celle qui offre le moins de contraintes fiscales et réglementaires, l'accès le plus facile, les coûts les plus faibles. Dans un espace financier mondial où les investisseurs peuvent mettre leurs capitaux où bon leur semble et les en retirer aussi vite dès qu'une meilleure opportunité se présente ailleurs, les enjeux pour chacune des places deviennent considérables.

Au départ c'est le Royaume-Uni qui a profité de l'essor phénoménal des marchés. Il n'y a pas à cela seulement les raisons historiques rappelées plus haut. C'est dans ce pays que la flexibilité maximale a été imposée sur le marché du travail. C'est aussi celui qui dispose d'un secteur des services financiers très développé qui emploie 4 millions de personnes. Au Royaume-Uni, 80 % des emplois se situent dorénavant

dans le secteur tertiaire (dont 25 % dans les services financiers). C'est le pays où, en 1998, la valeur ajoutée dégagée par le secteur des services financiers était supérieure à celle des secteurs combinés de l'industrie et de la construction. Pourquoi les banques et les investisseurs institutionnels américains ont-ils choisi de s'installer là pour opérer en Europe ? Bien sûr il y a la question de la langue, mais aussi la flexibilité du marché du travail, un [158] régime fiscal d'imposition sur les revenus plus favorable que sur le continent. Le régime fiscal de Londres est aussi caractérisé par des « charges sociales » faibles. Même lorsque la portée des activités de services financiers devient globale, les pratiques locales réglementaires et légales restent déterminantes. Le volume et l'étendue des activités procurent aussi un avantage compétitif certain pour le centre qui occupe une position dominante. Les entreprises de marché qui visent à maximiser leurs profits vont chercher d'une part à minimiser leurs coûts et d'autre part à engendrer les revenus les plus élevés grâce à un plus grand volume d'activité. Elles ne peuvent l'obtenir qu'en attirant un nombre croissant d'ordres sur leur marché. De ce point de vue on constate combien Londres a une réelle volonté de se maintenir comme carrefour. Et même si le prix à payer est le rachat des grandes banques d'investissement britanniques par les banques américaines, allemandes ou suisses, cela n'a pas beaucoup d'importance du moment que les transactions continuent à s'opérer à Londres. La place de Londres a un rôle leader en Europe et tient à le conserver.

Le principal rival de la City est la place de Francfort. Il y a encore à peine dix ou quinze ans, rien ne laissait prévoir la réussite de la Bourse de Francfort. L'Allemagne n'a jamais été traditionnellement un pays de marchés financiers. La capitalisation boursière ne représentait qu'une très faible fraction du capital des entreprises car seules les très grandes sociétés étaient cotées en Allemagne. L'adoption et l'entrée en vigueur en 1998 de la loi sur le contrôle et la transparence des entreprises (*KonTraG*) ont clairement pour objectif le renforcement de la place financière de Francfort. Il faut replacer la *KonTraG* dans le contexte de plusieurs autres lois votées, par exemple sur la transformation des sociétés (loi du 28 octobre 1994, dite loi *UmwG*), sur le négoce des titres financiers, de même que sur certains allègements dans les règles d'établissement du bilan consolidé des groupes. B s'agit d'adapter le droit des sociétés anonymes aux conditions et à l'évolution des marchés

financiers et tout particulièrement aux attentes des investisseurs. C'est donc une réforme globale du droit financier et boursier qui a été mise en œuvre pour répondre à la mondialisation financière et adapter le système allemand à cette évolution. La disposition fiscale autorisant, à partir de 2002, les banques à se défaire de leurs participations dans les entreprises sans avoir à subir, comme c'était le cas auparavant, une taxation de 50 % sur les [159] plus-values retirées, est une incitation majeure à la mutation du système de financement de l'économie. Il en est de même en ce qui concerne la loi de promotion des marchés financiers (*Finanzmarktförderungsgesetz*), qui a pour but de poursuivre la libéralisation et la dérégulation des marchés financiers allemands. Enfin la localisation de la Banque centrale européenne constitue également un facteur favorisant le développement de la place financière de Francfort.

Même avant la mise en place de l'euro, la perspective de la monnaie unique a largement contribué à aiguïser la concurrence entre les différentes places financières européennes, toutes conscientes des bouleversements qu'allait apporter l'introduction de l'euro en termes de localisation des activités financières et de la nécessité de s'y préparer en nouant des alliances afin de ne pas perdre du terrain. En effet, les pays participant à l'euro constituent un marché financier important et attractif pour les investisseurs institutionnels. Dans ce contexte, on sait que la concurrence est très forte entre les places, que toutes ne pourront pas subsister, qu'elles devront se spécialiser et s'unir dans certains domaines. Les autorités allemandes ont fait assez tôt le choix d'assurer l'expansion de la place de Francfort en nouant des alliances. Ainsi, dès 1996, la Bourse de Francfort a initié le mouvement de la mise en place d'Eurex, bourse électronique des opérations à terme basée à Francfort reposant sur une alliance entre Francfort (DTB) et Zurich (Soffex). Dans cet affrontement entre places, Londres est réellement la seule susceptible de perdre, non pas sa place globale en tant que centre financier, mais sa position compétitive sur certains marchés en faveur de concurrents continentaux. Ce fut le cas du Liffe par rapport à Eurex pour le contrat Bund. Pour la première fois en 1998, l'Allemagne a ainsi réussi à dominer le marché des transactions des futures sur les obligations d'État allemandes à dix ans. L'exemple du Liffe, même si Londres en tant que place financière n'est pas menacée, illustre

parfaitement combien la compétition entre places est sévère et combien les marchés financiers peuvent être exigeants et changeants.

Aussi les projets de rapprochement changent très souvent témoignant ainsi de la sévérité de la concurrence et de l'ampleur des difficultés. En matière de consolidation des places financières, les années 2000 et 2001 ont été riches en rebondissements. Il y eut d'abord les tentatives de rapprochement entre Paris et Francfort puis, à la surprise générale, dans [160] un renversement total des alliances boursières qui s'étaient nouées jusque-là, c'est le London Stock Exchange (LSE) et la Deutsche Börse (DB) qui ont annoncé leur rapprochement. En réalité, dans un premier temps, c'est un accord entre les Bourses d'Amsterdam, Bruxelles et Paris qui s'est conclu dans le cadre d'Euronext, accord qui s'est ensuite élargi au début de 2002 aux marchés boursiers portugais. Les trois marchés boursiers LSE, Euronext et DB se sont retrouvés en compétition pour le rachat du Liffe. C'est Euronext qui, après une âpre bataille contre le London Stock Exchange, l'a emporté. Dernier épisode mais non la fin du feuilleton, la Deutsche Börse fait monter d'un cran supplémentaire la concurrence entre les Bourses européennes en s'appêtant à lancer à la mi-novembre 2003 une plate-forme de transactions concurrentes qui pourrait représenter une véritable menace pour Euronext car elle permettrait d'abaisser les frais de transaction sur les valeurs néerlandaises. Le LSE prévoit à son tour de lancer une plate-forme de transactions en mars 2004, projet qui se voudrait encore plus ambitieux que celui de la DB qui se limite aux 25 valeurs de l'indice AEX, alors que celui de Londres concernerait l'ensemble des titres cotés à Amsterdam et surtout en termes de prix. L'un comme l'autre se disent en mesure d'offrir des tarifs de transactions inférieurs respectivement de 40 % et 30 % à ceux d'Euronext. Il ne s'agit pas ici de donner le tiercé dans l'ordre gagnant mais de prendre la mesure de la compétition.

Il faut tenter d'y apprécier comment se situe la place de Paris. Même si la part des OPCVM actions s'est beaucoup développée à la fin des années 1990, elle reste en moyenne moins importante en France que dans les autres pays, malgré les efforts déployés par les autorités publiques et de marché. Dès la fin des années 1970, une politique fiscale visant à favoriser la détention des valeurs mobilières a été mise en place. Tout au long des décennies 1980 et 1990, les différents gouvernements français, de droite comme de gauche, ont eu pour but

de sortir la Bourse de Paris de la place très modeste qu'elle occupait et de lui donner une dimension suffisante pour attirer les capitaux étrangers [Jeffers, 1998]. Pour atteindre ces objectifs, différents programmes de privatisation de l'économie française se sont avérés nécessaires. L'ampleur des vagues successives de privatisation qui ont touché aussi bien les banques, les assurances que les entreprises industrielles, en témoigne. Ces programmes permettaient à la fois d'attirer les investisseurs [161] institutionnels non résidents, de régler les difficultés financières de l'État et d'obtenir des moyens financiers pour préparer les différentes échéances européennes. De nombreuses mesures incitatives à la détention accrue d'actions par les épargnants français réclamées par les milieux professionnels, tant financiers que patronaux, ont contribué largement à l'intérêt croissant des ménages pour ce type de placement mais, jusqu'à présent, le taux de détention directe et indirecte reste nettement inférieur à celui des pays anglo-saxons. La réforme des retraites imposée par le gouvernement Raffarin, là où le gouvernement Juppé avait échoué, vise, elle aussi, à fournir aux gestionnaires français ce segment de l'épargne longue qui leur manque jusqu'à présent dans la concurrence et qu'ils réclament depuis fort longtemps. La création des nouveaux dispositifs d'épargne salariale et des produits de retraite par capitalisation vise à combler ce manque de liquidité dont souffre la place financière de Paris pour faire face à la concurrence.

## Les flux transatlantiques des années 1990

[Retour à la table des matières](#)

La libéralisation des places financières européennes, notamment celle des marchés d'action, a offert aux investisseurs la possibilité de diversifier leurs placements en alliant rendement et sécurité. Les importants programmes de privatisation de l'économie des différents gouvernements dans les années 1980 et 1990 leur ont offert de nouvelles occasions de placement très rentables à la Bourse.

L'attrait des privatisations explique que la France a été l'un des principaux pays choisis. À partir de 1995, la part des non-résidents dans le capital des entreprises françaises devient significative, passant

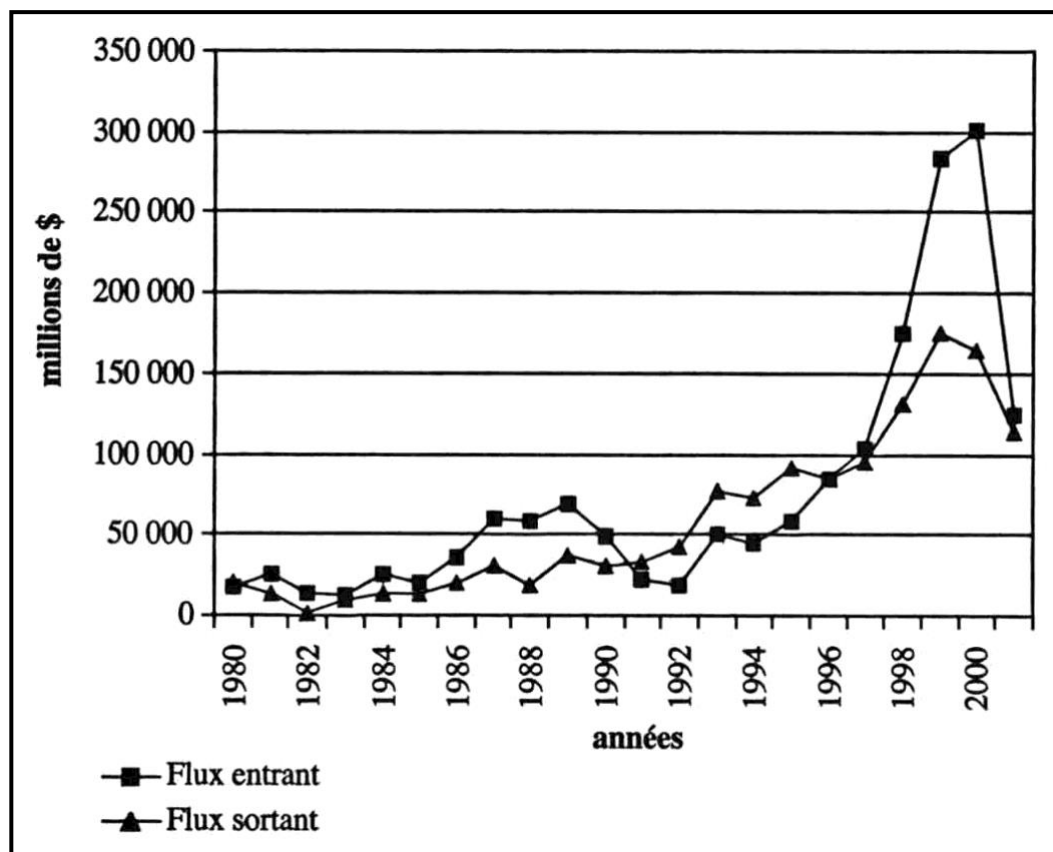
de 10 % de la capitalisation boursière de Paris vers 1990 à près de 40 % en 1999. Ce niveau est nettement plus élevé que celui que l'on peut observer dans les autres pays développés comme le Japon où le taux de détention moyen de la capitalisation boursière par les non-résidents est de 11 % et la Grande-Bretagne 9 %.

Parallèlement les capitaux européens ont profité de la croissance des États-Unis et ont contribué au mouvement d'accumulation qui se transformera en 1999 en bulle boursière, puis en 2001 en krach. Le mouvement des avoirs nets du reste du monde sur les États-Unis est illustré par la figure 6 du chapitre [162] de Gérard Duménil et Dominique Lévy. La seule catégorie d'investissement pour lesquels des données décomposées existent sont les IDE. Bien qu'il ne s'agisse pas d'investissements financiers au sens strict du terme, il est intéressant d'en suivre l'évolution, ils se dirigent là où les perspectives de rentabilité et de croissance sont les plus élevées.

Au cours des années 1980, surtout à partir de 1985, les IDE décollent dans tous les grands pays industrialisés. Aux États-Unis, la position extérieure nette des flux d'investissements directs se renverse entre 1981 et 1991 : ce pays continue à investir à l'extérieur mais il attire davantage d'investissements de l'étranger qu'il n'en fournit et devient ainsi importateur net d'IDE. La période entre 1991 et 1996 est la seule où les flux sortants des États-Unis sont supérieurs aux flux entrants. Durant ces quelques années, les États-Unis augmentent leur IDE en direction de l'Union européenne, mais aussi vers les pays émergents d'Amérique latine et d'Asie qui mettent en œuvre des programmes de privatisation de leur économie. À partir de 1996, l'excédent des flux entrants aux États-Unis sur les flux sortants reprend durablement jusqu'en 2001.



## Investissements directs États-Unis - reste du monde

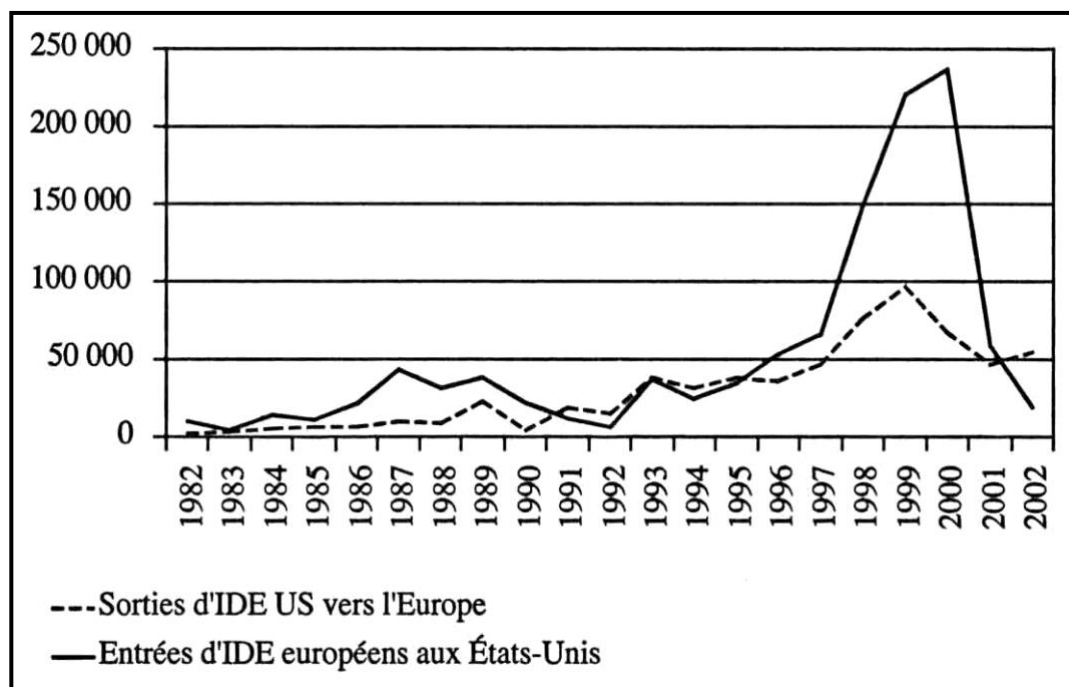


Source : D'après les statistiques de l'UNCTAD.

[163]

Toutefois, en 2001 avec l'éclatement de la bulle spéculative, les IDE ont reculé dans tous les pays de l'OCDE. La baisse des fusions-acquisitions, la relative faiblesse des marchés boursiers et le lourd endettement dans des secteurs auparavant en forte expansion sont autant de facteurs qui expliquent cette baisse qui a touché surtout les États-Unis.

Investissements directs Union européenne-États-Unis  
en millions de dollars



--- Sorties d'IDE US vers l'Europe  
— Entrées d'IDE européens aux États-Unis

Source : OCDE et BEA <sup>78</sup>.

Si on s'intéresse à présent plus particulièrement aux relations Union européenne-États-Unis, il est étonnant de voir combien la courbe des investissements directs suit de façon très nette les mêmes contours que la courbe précédente indiquant par là même le poids important des flux en provenance de l'Union européenne vers les États-Unis. Hormis la période entre 1991 et 1995, les entrées d'IDE européens aux États-Unis ont, jusqu'en 2002, toujours été supérieures aux flux en sens contraire. À partir de 1996, les flux s'intensifient dans les deux sens avec toutefois une croissance clairement supérieure des investissements européens vers les États-Unis. Le pic est atteint en 2000 où une part [164] nettement prédominante des investissements directs entrants aux États-

<sup>78</sup> L'OCDE exploite les données du BEA pour construire ses tableaux. Les documents du BEA disent ceci sur les chiffres publiés : « *Balance of payments transactions include capital inflows and its components (equity capital inflows, reinvested earnings and intercompany debt inflows).* »

Unis proviennent des pays de l'Union européenne. Les capitaux européens ont ainsi contribué à financer la croissance américaine.

De même les opérations transfrontalières de fusions-acquisitions enregistrent une forte croissance en valeur. Largement dominé par l'Amérique du Nord pour les années 1997 et 1998, le marché mondial des acquisitions en 1999 est animé par les pays européens. Cette année, les acquisitions européennes en Amérique du Nord ont été plus de quatre fois plus importantes que les acquisitions américaines en Europe.

**Tableau 7.**

Flux intercontinentaux des opérations de F&A (en milliards de dollars)

	1999
Amérique du Nord vers Europe	61,6
Europe vers Amérique du Nord	254,3

Source : Kechidi [2003].

**Tableau 8.**  
 Valeur des opérations par pays cible (en milliards de dollars)

	1997		1998		1999	
	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%
Canada	—	—	32,6	2,83%	232	1,64%
États-Unis	253,7	57,97%	832,4	72,15%	794,2	56,02%
Allemagne	21,1	4,83%	9,9	0,86%	60,5	4,27%
France	21,2	4,85%	43,1	3,73%	129,3	9,12%
Italie	7,9	1,81%	16,5	1,43%	103,4	7,29%
Pays-Bas	1,5	0,34%	17,8	1,55%	33,3	2,36%
Royaume-Uni	55,5	12,69%	116,3	10,08%	163,6	11,54%
Suède	2,4	0,55%	34,6	3,00%	28,1	1,98%
Autres	74,3	16,97 %	50,4	4,37%	81,9	5,78%
<i>Total</i>	<i>437,7</i>	<i>100,00%</i>	<i>1153,7</i>	<i>100,00%</i>	<i>1417,7</i>	<i>100,00%</i>

Source : Kechidi [2003].

Ainsi, la contribution de l'étranger à la croissance des États-Unis passe par diverses voies. Ils sont les premiers récepteurs des investissements européens. Ils n'auraient sans doute pas connu le boom économique prolongé des années 1990 sans [165] l'afflux massif des investissements européens et asiatiques [Boyer, 2001]. Il s'agit là de l'expression de la domination des États-Unis pour qui importer des capitaux serait un moyen de maintenir leurs privilèges et leur niveau de consommation, d'employer leur force de travail, alors qu'exporter des capitaux conduit à prolonger le chômage [Duménil et Lévy, 2000].

Quant à l'intérêt des investisseurs européens pour les États-Unis, il s'explique par la croissance forte de leur économie, par l'ampleur des opérations de fusions-acquisitions et par la recherche de plus grands profits. L'évolution de l'économie américaine, souvent d'ailleurs assimilée aux entreprises portées par les nouvelles technologies et le Nasdaq, de même que la déréglementation mise à l'œuvre dans certains secteurs liés aux infrastructures urbaines (eau, énergie,

assainissement...) ont aussi fortement stimulé les investissements européens aux États-Unis.

## Les opérations européennes en Amérique latine et dans les pays candidats à rélargissement

[Retour à la table des matières](#)

Tant dans les pays d'Amérique latine que dans les pays d'Europe centrale et orientale, les banques, les entreprises, les capitaux des principales puissances européennes sont présents. L'Argentine et le Brésil en particulier, en raison de la dynamique suscitée par la création du Mercosur en 1991, concentraient les flux d'investissement directs étrangers en provenance des États-Unis et des pays européens. L'Espagne est, derrière les États-Unis, le deuxième investisseur en Amérique latine. L'Union européenne, dans ses relations avec l'Amérique latine, essaie de se présenter comme un « contrepoids » au « tête-à-tête exclusif avec les États-Unis », comme un « partenaire » à la recherche de « relations équilibrées » pour « construire une mondialisation plus humaine ». Mais, pas plus en Amérique latine que dans les PECO, il ne s'agit d'autre chose que de profiter de la mondialisation et de défendre des intérêts économiques qui restent attachés aux différents cadres institutionnels nationaux.

Les entreprises européennes ont activement profité des programmes de privatisations qui ont été mis en œuvre dans ces pays. Selon la fondation argentine Invertir, les investissements étrangers se sont élevés à 97,95 milliards de dollars entre [166] janvier 1994 et octobre 2001, dont 31,07 milliards pour les États-Unis, 25,7 milliards pour l'Espagne et 10,8 milliards pour la France. Le groupe pétrolier espagnol Repsol est, de loin, le plus grand investisseur en Argentine depuis qu'il a racheté la compagnie pétrolière YPF en 1999. L'Espagne a investi notamment dans le secteur bancaire par le moyen de nombreuses prises de participation majoritaire dans les banques locales. Les banques BBVA (Banco Bilbao Viscaya Arge) et BSCH (Banco Santander Central Hispano) se sont implantées en Argentine à partir de 1998. BSCH a fait fusionner les banques Rio et Torquist, créant le deuxième groupe du pays, tandis que le BBVA, après avoir acquis 68 % du Banco

Frances, a annulé la prise de contrôle à 100 % en raison de la crise. Cette présence ne se limite pas à l'Argentine. Avec le rachat de Bancomer, BBVA est devenue la première banque mexicaine et BSCH la troisième.

La politique de privatisation en Argentine, dans les domaines de distribution de l'électricité et du gaz, de l'extraction du pétrole, fut particulièrement attractive pour les investisseurs non résidents. Dans l'électricité, la compagnie espagnole Endesa occupe la première place. France Télécom, Télécom Italia et la société espagnole Telefonica se sont partagé les services téléphoniques. Au nord du pays, c'est Telecom Argentina (contrôlé par France Télécom et Télécom Italia), au sud c'est Telefonica de Argentina (contrôlé par Telefonica). D'ailleurs Telefonica est aussi numéro un au Pérou comme à São Paulo, l'État le plus riche du Brésil. La compagnie aérienne nationale argentine Aeorlineas Argentinas a été privatisée et rachetée par l'État espagnol à travers la SEPI (Société espagnole de participations industrielles).

Les groupes industriels français ont été aussi de la partie, TotalFinaElf est le deuxième groupe pétrolier en Argentine, Renault et Peugeot contrôlent près de 40 % du marché de l'automobile et Carrefour occupe le premier rang de la grande distribution. De même, les groupes industriels français sont présents au Brésil dans les secteurs clefs de l'économie : le pétrole, l'industrie automobile, la grande distribution. Chaque année, les entreprises françaises investissent près de deux milliards d'euros au Brésil. Certaines de ces entreprises, comme Accor, Rhodia, Carrefour, Saint-Gobain, y sont installées de longue date. D'autres comme Renault, Peugeot, Usinor et la Fnac y sont arrivées depuis 1995. L'État de São Paulo est le premier [167] pôle d'accueil des implantations françaises au Brésil avec près de deux cents sociétés recensées.

Les sept principaux groupes français de la grande distribution sont très fortement engagés à l'étranger, en Amérique latine comme dans les PECO. Ils occupent une position dominante au Brésil. Carrefour-Promodès est le premier distributeur en Argentine et au Brésil. Il est également le premier distributeur occidental à Taïwan et en Chine. Casino est peu présent en Europe (sauf en Pologne), il a privilégié son implantation en Amérique latine, en Asie du Sud-Est, et a aussi accéléré ses prises de participation en 1999 en Thaïlande, Colombie, Uruguay, Venezuela. Les principaux concurrents sur la scène internationale

rencontrés par les distributeurs français sont Wal Mart (États-Unis), Métro et Rewe (Allemagne), Tesco (Royaume-Uni) et Ahold (Pays-Bas).

Dans les PECO, dans un premier temps, entre 1990 et 1995, ce sont les exportations vers ces pays qui se sont considérablement accrues. Puis, entre 1995 et 2000, c'est la présence de capitaux étrangers qui s'est surtout développée. Les privatisations, notamment dans les banques, les télécommunications et dans les grandes entreprises industrielles, font qu'une grande partie d'entre elles est désormais sous contrôle étranger. Globalement c'est l'Allemagne qui est très présente, les États-Unis le sont moins. Les Pays-Bas, l'Autriche, l'Italie sont des investisseurs relativement importants. L'accélération de la présence économique française dans les PECO est tirée par l'implantation de groupes français sur place, par rachats d'entreprises, prises de participations et création de filiales nouvelles.

Parmi les PECO, la Hongrie, la Pologne et la République tchèque ont été les destinations privilégiées des investisseurs internationaux. Les mesures juridiques et fiscales, garantissant les droits de propriété étrangers et autorisant le rapatriement des profits, ont largement encouragé les investissements étrangers. Les secteurs d'investissement privilégiés sont l'automobile en République tchèque, en Slovaquie et en Slovénie, la chimie et l'électronique pour la Hongrie (IBM, Philips, Samsung, Siemens, Sony...) ainsi que la construction de véhicules (Audi, Ford, Suzuki, GM, Opel...). Pourquoi ces entreprises étrangères et particulièrement européennes s'implantent-elles dans ces pays ? Pour réduire les coûts de production et/ou pour conquérir de nouveaux marchés.

[168]

La Pologne semble être le pays où la France se trouve au premier rang des investisseurs étrangers. Deux secteurs d'activité dans ce pays concentrent la plupart des investissements français : il s'agit du secteur des télécommunications et de celui de la distribution. Toutes les enseignes françaises de la grande distribution sont présentes en Pologne (Auchan, Carrefour, Casino, Intermarché, Leclerc...). Les groupes industriels français sont présents dans le BTP (Saint-Gobain, Bouygues, Lafarge...), l'automobile (PSA et Renault), l'énergie (EDF...), l'agroalimentaire (Danone). Les données pour l'année 1999

faisaient déjà apparaître que le capital allemand représentait 30 % du capital étranger investi dans le secteur, venaient ensuite les capitaux américains avec 18 %, les néerlandais avec 16,5 %, la part du capital français s'élevant à 11,4 %. Depuis 2000, avec la prise de participation de France Télécom dans le capital de l'opérateur polonais TPSA, les investisseurs français occupent le premier rang.

En ce qui concerne les autres grands pays comme la République tchèque ou la Hongrie, la France arrive derrière l'Allemagne et les États-Unis si on raisonne en termes de stocks. Mais en 2001, la République tchèque a accueilli un total de 5,5 milliards d'euros d'IDE, représentant 8,7 % de son PIB. Avec un flux de 1 529 millions d'euros, soit 28 % du total, la France (dont les flux entrants étaient restés plutôt modestes jusqu'en 2000) est le deuxième investisseur dans le pays derrière l'Allemagne. Les résultats de 2001 sont liés à de grosses opérations financières comme la gestion des eaux de Prague remportée par Vivendi et surtout le rachat par la Société Générale de la première banque d'affaires du pays, la Komerční Banka. Cette présence d'une banque à capitaux français devrait profiter aux investisseurs français et avoir un effet d'entraînement. L'investissement PSA-Toyota à Kolin (1,5 milliard d'euros) dans une usine destinée à la production de véhicules constitue le projet d'investissement le plus important réalisé en République tchèque.

C'est surtout la privatisation quasi totale et la consolidation du secteur bancaire organisées principalement avec les grandes banques d'Europe de l'Ouest qui ont fait monter le niveau de pénétration des capitaux étrangers à plus de 55 % dans tous ces pays à l'exception de la Slovaquie.



[169]

**Tableau 9.**  
Niveau de participation étrangère dans les systèmes bancaires (2002)

	<i>Participation étrangère fin 2001 (en % des actifs)</i>	<i>Participation étrangère fin 2002* (en % des actifs)</i>
<i>Europe centrale</i>		
Hongrie	67,6 %	67,6%
Pologne	69,6 %	75,0%
Slovénie	16,3%	41,0%
République tchèque	63,5%	63,5%
Slovaquie	80,8 %	83,4%
<i>Europe orientale</i>		
Bulgarie	66,4%	79,0 %
Roumanie	34,8%	56,7 %
<i>Pays baltes</i>		
Estonie	90,4 %	90,4 %
Lettonie	59,2 %	59,2 %
Lituanie	80,3 %	89,9 %

\* Estimations pour 2002.

Source : CDC IXIS, BankScope.

## Conclusion

[Retour à la table des matières](#)

Historiquement, les changements majeurs qu'a connus le système productif mondial ont nécessité de longues périodes d'adaptation et de transition. Tel n'est pas le cas de la financiarisation où l'intégration est extrêmement plus rapide et brutale. Des systèmes nationaux hétérogènes doivent rapidement trouver leur place dans l'espace financier mondialisé ou disparaître. Dans ce cadre, ce sont les États-Unis qui disposent du plus grand pouvoir et de l'influence la plus importante. L'Europe cherche à préserver sa place tant sur les marchés financiers qu'au niveau de ses entreprises et de son influence à l'échelle internationale. Mais l'Europe est faite d'États-nations qui n'ont pas les mêmes intérêts économiques et qui ne mènent pas les mêmes politiques. Il suffit pour s'en convaincre de voir, sur le plan politique, les différences qui ont surgi lors de la guerre en Irak. Si la mondialisation et la complexification des marchés financiers poussent à la polarisation, elles ne [170] suppriment pas pour autant la concurrence entre les nations [Brender, 2002]. Au contraire, elles l'activent et la renforcent. La mobilité accrue des capitaux, ainsi que des entreprises, accélère le rythme, l'ampleur et la force de cette compétition. Cette mise en concurrence amène la diffusion du modèle dominant, celui qui a inscrit en son centre l'intermédiation financière, à savoir le modèle américain et, à un moindre degré, le modèle britannique. Les exigences de rentabilité financière et de création de valeur actionnariale ainsi que la diffusion de normes comptables et financières à l'échelle internationale en sont bien le reflet. Pour autant les spécificités nationales n'ont pas disparu et aboutissent non pas à un modèle uniforme mais à un processus d'hybridation qui tient compte des trajectoires nationales et des diversités. Aussi si la finance est globale, les intérêts en jeu ne le sont pas. Dans ce système de la finance globale, les États-Unis occupent une position privilégiée pour profiter du processus de mondialisation en cours. Les différents pays européens, en fonction de leurs positions et de leurs intérêts propres, en font de même.

[171]

**La finance mondialisée...**

## **Chapitre 7**

---

### **“Le Japon : du miracle économique à la débâcle financière.”**

**Par Marianne Rubinstein**

[Retour à la table des matières](#)

Dans les années 1980, le Japon incarne un nouveau modèle. Les voyages d'études d'industriels et de chercheurs occidentaux s'y succèdent. Le débat s'organise autour de la capacité du « toyotisme » à être un successeur au « fordisme ». On s'interroge sur le caractère transférable en Occident des grandes innovations organisationnelles de Toyota, en particulier de la « méthode juste à temps ». Le système d'emploi nippon - dans lequel une partie des salariés bénéficie de l'emploi à vie et d'une formation professionnelle continue - apparaît comme une réponse viable au credo libéral de la flexibilité de l'emploi et des salaires. Vanté, copié ou dénigré, le modèle japonais devient le modèle productif de référence.

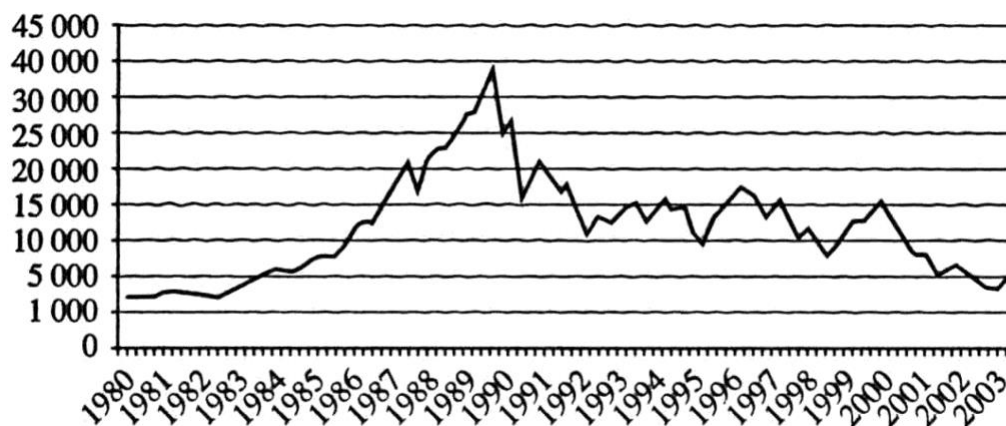
Vingt ans plus tard, le tableau a radicalement changé. Depuis le début des années 1990, le Japon traverse la crise la plus longue et la plus profonde de l'après-guerre. Qu'on en juge par les statistiques du PIB : sur la période de rattrapage 1956-1973, le taux de croissance moyen du PIB est de 9,2 %. Dans les années 1980, il est de 3,7 %, supérieur à celui des économies occidentales à la même époque. Enfin, sur la période 1992-2002, il est seulement de 0,7 % alors même que les États-Unis connaissent simultanément une croissance annuelle moyenne supérieure à 3 %. La situation en devient paradoxale : d'un

côté, le poids économique du Japon ne cesse de se réduire relativement à celui de son principal partenaire et concurrent, les États-Unis. De l'autre, le Japon finance en partie [172] la croissance américaine puisque sur les 3 500 milliards de dollars de dette de l'État américain, 1 400 milliards sont détenus par des investisseurs étrangers, au premier rang desquels le Japon <sup>79</sup> !

Alors que s'est-il passé ? Si l'on adopte un point de vue chronologique, la chute du prix des actifs boursiers et immobiliers, entre 1990 et 1992 (graphiques 1 et 2) apparaît comme le point de retournement qui précipite le pays dans la crise financière. En réalité, le processus est antérieur. Avant la déréglementation financière, le système financier nippon était très segmenté. Les banques, *via* le système de la banque principale, fournissaient aux entreprises un crédit abondant dont elles contrôlaient efficacement l'usage. La déréglementation financière, qui débute dans les années 1970 mais connaît une accélération dans les années 1980, modifie radicalement le paysage financier. Les institutions financières, par manque d'expertise et par collusion d'intérêts, s'exposent à un risque accru. La fragilité financière est révélée par la chute du prix des actifs boursiers et immobiliers et les autorités de tutelle réagissent tardivement à la crise, contribuant à l'aggraver. Enfin, au moment même où le modèle japonais connaît des problèmes structurels, la crise financière se transmet à l'ensemble de l'économie, privant le pays de marges de manœuvre adéquates.

<sup>79</sup> *Le Monde*, 21 novembre 2003.

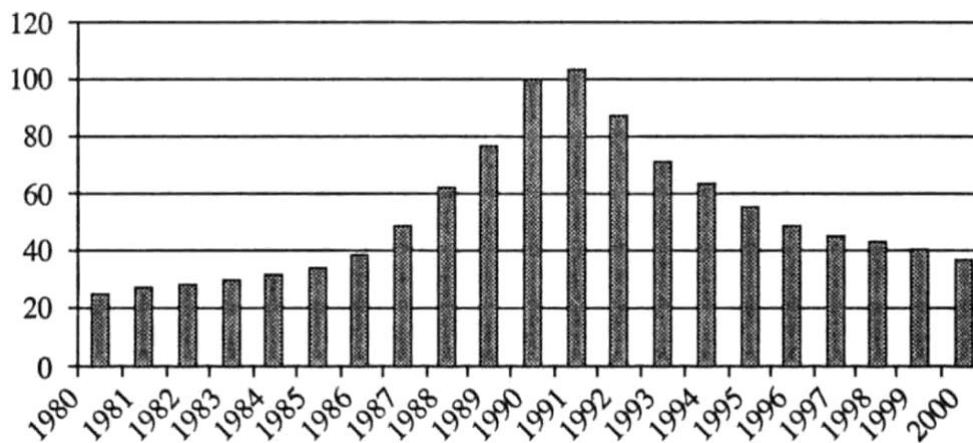
**Graphique 1.**  
Évolution de l'indice Nikkei (1980-2003)



Source : Tokyo Stock Exchange.

[173]

**Graphique 2.**  
Évolution de l'indice des prix des terrains  
des six plus grandes villes au Japon (1980-2000)



Source : The Japanese Real Estate Institute.

## Un système financier dédié au développement industriel

[Retour à la table des matières](#)

Le système financier qui émerge à l'après-guerre est dédié au développement industriel, sous la conduite du MITI (ministère de l'Industrie et du Commerce international) et du ministère des Finances : les secteurs et les firmes dont le potentiel stratégique ou de croissance est reconnu par le MITI bénéficient de facilités d'accès au financement, principalement *via* le crédit bancaire.

L'organisation financière repose essentiellement sur deux principes :

- un fort cloisonnement des activités qui minimise les risques de crise financière par la mise en place de pare-feu ;
- le système de la banque principale qui permet d'établir des relations privilégiées et de long terme entre les banques et les entreprises.

### ***L'adoption du principe de cloisonnement***

Le système financier, tel qu'il est défini par la loi de 1948, est fortement inspiré par le *Glass-Steagall Act* américain de 1933. Il établit une segmentation fine des activités financières par un cloisonnement fonctionnel entre les activités de banque, les activités sur titres et les activités d'assurance.

Le secteur bancaire lui-même est constitué de plusieurs types d'établissements dont les fonctions et/ou le mode de financement diffèrent :

[174]

- les *city bank* sont une dizaine de banques commerciales, de réseau national. Elles accordent principalement des crédits aux grandes entreprises. Elles sont plutôt spécialisées dans le court terme, à l'actif comme au passif de leur bilan. Elles détiennent par ailleurs un portefeuille d'obligations, mais aussi d'actions émanant en particulier des entreprises des *Keirestu* auxquelles elles appartiennent ;
- les *banques régionales* sont aussi spécialisées dans le court terme. Ces banques exercent sur un espace géographique réduit et financent plutôt les PME ;
- les *long term credit bank* ou banques de crédit à long terme sont spécialisées dans le financement à long terme des entreprises. Elles se financent par émission d'obligations à long terme, que souscrivent d'autres intermédiaires financiers et des investisseurs institutionnels ;
- les *trust bank* fournissent aussi des crédits à moyen et long terme à l'industrie. Elles diffèrent néanmoins des *long term credit bank* par leurs ressources, constituées par l'épargne longue des ménages ;
- la *Bank of Tokyo* est spécialisée dans le financement en devises et les opérations sur le marché des changes ;
- enfin, il existe un *réseau mutualiste* important qui recueille une grande partie des dépôts des ménages ruraux et finance l'activité des PME (*shinkin banks* et coopératives de crédit), les groupements de salariés (*labor banks*), l'agriculture et la pêche.

Autour de ce noyau, gravite un secteur financier non bancaire, spécialisé dans l'activité de crédits aux ménages, aux PME ou à l'immobilier. Ce secteur financier comprend notamment les fameuses *Jusen* dont la responsabilité dans la spéculation immobilière et dans la crise financière est indéniable (*cf. infra*). Ces établissements non bancaires se financent généralement auprès des grandes banques, auxquelles ils sont liés par des liens en capital.

### *Le système de la banque principale*

De l'après-guerre aux années 1970, les entreprises japonaises se financent principalement par crédit bancaire. Cela n'est pas une spécificité japonaise : les grandes typologies sur les systèmes de financement et le gouvernement d'entreprise, comme celle de Rybczynski [1974] ou de Berglöf [1989] opposent traditionnellement l'Allemagne et le Japon - où le [175] financement bancaire occupe une place prépondérante dans le financement externe - au Royaume-Uni et aux États-Unis qui accordent, à l'inverse, une place centrale au financement externe par titres.

La spécificité japonaise réside dans la manière particulière dont les relations banque-industrie se sont agencées, *via le système de la banque principale* (SBP). À partir de 1943, l'administration militaire nippone désigne les firmes stratégiques et alloue à chacune d'elles une banque chargée de répondre à ses besoins financiers. Ces liens privilégiés établis pendant la guerre vont ensuite évoluer pour former un système de financement original : le système de la banque principale. La banque principale (BP) d'une entreprise est une banque commerciale, *city bank* pour les grandes firmes ou banque régionale pour les plus petites. Elle est à la fois bailleur de fonds et actionnaire de l'entreprise considérée (à hauteur d'un montant qui est plafonné, selon les lois, entre 5 % et 10 % du capital total).

Ce double statut présente deux avantages : d'une part, il réduit les conflits potentiels entre créanciers et actionnaires, la BP étant à la fois l'un et l'autre ; d'autre part, il permet à la BP d'exercer un contrôle financier sur l'entreprise à tous les stades d'un projet d'investissement [Aoki, 1994]. Le contrôle de la BP sur l'entreprise est effectué non seulement pour elle-même mais aussi pour le compte des autres banques créditrices. En effet, pour diversifier le risque de défaut, la BP n'est pas l'unique banque créancière d'une entreprise considérée. La délégation du contrôle à la BP permet alors d'économiser les coûts de contrôle et offre une solution originale au problème du passager clandestin, les banques se déléguant réciproquement la surveillance de firmes dont elles ne sont pas la banque principale.



Au-delà de sa fonction de contrôle, la BP exerce aussi un rôle d'assurance. En tant que prêteur, actionnaire et gestionnaire de compte, la BP dispose d'un poste d'observation privilégié. Lorsque l'entreprise se trouve en difficulté financière, la BP intervient rapidement. Elle injecte alors de nouvelles ressources financières, rééchelonne les dettes, fournit éventuellement des managers pour soutenir ou remplacer l'équipe dirigeante et formule un plan de restructuration qui inclut souvent la vente d'actifs [Sheard, 1994]. Dans ce cas, elle assume une part du coût du sauvetage financier plus que proportionnelle à son encours de prêt. De fait, la faillite d'une entreprise ayant [176] pour BP un établissement de renom est rare car la réputation de la banque elle-même est alors enjeu [Berglöf, 1989].

Les *Keiretsu* financiers constituent la forme la plus complexe de cette relation entre banques et entreprises industrielles. Peu après le démantèlement des *Zaibatsu* par les forces d'occupation américaines en 1947, trois d'entre eux (*Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo*) se reconstituent autour de leur banque commerciale respective - les établissements financiers n'étant pas concernés par la loi de déconcentration de décembre 1947. Trois autres *Keiretsu* financiers se forment à partir des années 1960 : *Fuji, Sanwa et DKB*. Les différentes entreprises du *Keiretsu* sont liées par le système des participations croisées, dans lequel chacune d'elle détient une faible proportion du capital des autres firmes. La banque du *Keiretsu* est généralement la BP des entreprises du groupe.

Les effets du SBP ont souvent été commentés car cette organisation financière n'est pas neutre du point de vue des comportements et des performances industrielles des firmes financées. L'argument principal est que ces liens facilitent l'adoption de stratégies de long terme, qui ont des implications déterminantes dans les orientations d'investissement des firmes. De nombreuses études montrent par exemple que les firmes organisées en groupe et bénéficiant du SBP maintiennent une activité - aussi bien en termes de ventes que d'investissements - supérieure aux firmes indépendantes à l'issue d'une période de difficultés financières [Hoshi *et al*, 1990]. En amont, les firmes qui ont des actionnaires financiers connaissent des périodes critiques moins fréquentes et moins sévères que les autres [Lichtenberg et Pushner, 1994]. De tels facteurs sont souvent avancés pour expliquer la capacité des firmes japonaises à investir davantage en R&D que leurs

concurrentes américaines. Le système américain soumis au contrôle du marché comporterait en effet des coûts spécifiques liés à une orientation court-termiste et, par comparaison, les entreprises japonaises bénéficieraient d'un avantage compétitif [Porter, 1992]. Enfin, les firmes liées à une BP investiraient davantage que les firmes nippones indépendantes dans les technologies importées [Montalvo et Yafeh, 1994].

Cependant, le SBP n'est pas exempt de coûts : ainsi, les firmes étroitement liées à une banque produisent au-delà du niveau de maximisation du profit. Cela diminue leur rentabilité, mais accroît les barrières à l'entrée, barrières encore renforcées [177] en cas d'appartenance de la firme à un *Keirestu* [Weinstein et Yafeh, 1995]. Pour comprendre l'origine de ce phénomène, il faut avoir à l'esprit qu'une des perversions de ce système est d'inciter les firmes à consommer des produits financiers non pas en fonction de leurs stricts besoins, mais aussi pour nourrir la relation bancaire - d'autant que la banque principale peut parfois s'engager au-delà des normes sans encourir de risque de défaut majeur. Ce surendettement conforte la relation établie avec l'entreprise et rend plus difficile sa remise en cause au profit d'une autre banque.

Par ailleurs, les banques introduiraient des distorsions dans les choix d'investissements, en dissuadant les firmes d'entreprendre certains projets très rentables mais à risque élevé. On retrouve là un argument bien connu, déjà développé par Myers [1977] et Shleifer et Vishny [1997] selon lequel les banquiers, à la différence des actionnaires, refusent de financer des investissements à haut risque et à rentabilité élevée, dans la mesure où ces projets augmentent le risque de défaut sans que la banque en obtienne un quelconque bénéfice en cas de succès. Cet argument peut contribuer à expliquer l'orientation de la R&D dans les entreprises japonaises avant la crise, combinant une R&D appliquée vigoureuse et une recherche fondamentale faible.

Enfin, le cadre du SBP confère aux banques un pouvoir de marché sur les entreprises clientes et les autorise à prélever une rente [Weinstein et Yafeh, 1994 ; Hiraki *et al*, 2003], notamment perceptible à un surcoût pour les produits et services financiers consommés. Néanmoins, cette rente est aussi interprétée comme une prime d'assurance prélevée par le SBP en contrepartie de la couverture offerte au risque de faillite des entreprises.

## Le processus de déréglementation financière

[Retour à la table des matières](#)

Dans la plupart des pays de l'OCDE, les années 1970 voient naître un mouvement de déréglementation financière. Sous la pression d'une demande interne et internationale, le Japon ne fait pas exception à la règle. Dès 1984, le calendrier de la déréglementation s'accélère. Les institutions financières font alors face à de nouvelles activités et de nouveaux clients dont elles évaluent mal le risque.

[178]

### *La logique déréglementaire*

Plusieurs raisons expliquent l'adhésion du Japon au mouvement de déréglementation financière.

Des raisons de nature interne tout d'abord : dans les années 1970, la chute de la rentabilité du capital qui fait suite au premier choc pétrolier crée un excès de liquidité, après des décennies plutôt marquées par la rareté des capitaux. Les entreprises et les ménages souhaitent alors mieux tirer parti de leurs ressources financières et cherchent des formes de placement plus rémunératrices que les dépôts bancaires. Dans le même temps, le déséquilibre des comptes publics généré par le premier choc pétrolier conduit le gouvernement à émettre, dès 1975, des obligations pour combler le déficit : l'encours obligataire de l'État passe de 4 000 milliards de yens en 1970 à 70 000 milliards de yens dix ans plus tard. Pour accroître la liquidité du marché obligataire, l'accès des banques y est facilité - jusqu'en 1981, elles n'étaient pas autorisées à commercialiser des titres publics. Enfin, les grandes banques, qui voient sur la même période la croissance du crédit ralentir et l'épargne des ménages sortir du système bancaire, réclament une révision de leur statut leur permettant d'élargir leur éventail d'activité. Dans la mesure où elles souscrivent la majorité des titres émis pour financer la dette

publique, elles se trouvent en position de force pour négocier avec les pouvoirs publics.

Par ailleurs, la pression internationale - en particulier américaine - à l'ouverture des marchés japonais conduit à la conclusion de l'accord Baker-Takeshita de 1984, permettant notamment aux institutions financières étrangères d'accéder plus largement aux activités financières sur l'espace japonais.

La déréglementation porte en premier lieu sur les taux d'intérêt. À l'issue de la guerre, le Japon avait réglementé les taux d'intérêt (loi d'ajustement temporaire des taux d'intérêt) dans l'esprit de la régulation Q américaine. Le taux d'escompte de la Banque du Japon constituait le pivot du système. Dans un premier temps, la logique déréglementaire consiste à compléter ce dispositif par la création de nouveaux produits sans contrainte sur les taux (comme les certificats de dépôt en 1979 et les *money market certificates* en 1985, cf. encadré). Néanmoins, ces produits sont assortis de restrictions concernant leur montant unitaire plancher qui, de fait, excluent certains agents économiques - en particulier les PME - de ce mode

[179]

Principales étapes de la déréglementation financière  
japonaise (1975-2001)

- |      |   |
|------|---|
| 1975 | Émission d'obligations d'État destinées à financer le déficit public courant.   |
| 1977 | Émission d'obligations en <i>euroyens</i> par des non-résidents.  |
| 1979 | Création des certificats de dépôts.   |
| 1980 | Révision de la loi sur le change de 1947.   |
| 1981 | Adoption de la nouvelle loi bancaire.   |
| 1983 | Modification de l'adjudication des emprunts d'État.   |
| 1984 | Publication du rapport <i>Yen/Dollar Exchange Rate Issues</i> qui prévoit la libéralisation des émissions d'obligations en <i>euroyens</i> par des non-résidents, l'élargissement des conditions d'émission des certificats de dépôts et une ouverture plus large des activités de <i>trust banking</i> aux établissements étrangers. |
| 1985 | Ouverture du marché des <i>Futures</i> sur les obligations d'État. Création des <i>money market certificates</i> .  |
| 1986 | Ouverture du Japon Offshore Market.   |
| 1987 | Inscription de maisons de titre étrangères à la Bourse de Tokyo. Création d'un marché domestique des billets de trésorerie.   |
| 1988 | Possibilité pour les banques de revendre des obligations d'État sans période de portage.<br><br>Le plancher des certificats de dépôt négociables est porté de 500 millions de yens à 50 millions.<br><br>Vote de la loi sur les <i>Financial Futures</i> .<br><br>Titrisation des prêts immobiliers.                                  |
| 1989 | La Poste et les compagnies d'assurances sont autorisées à vendre des obligations d'État.<br><br>Réforme de la fiscalité de l'épargne.   |
| 1990 | Les banques et autres institutions financières sont autorisées à opérer sur les marchés étrangers de <i>Financial Futures</i> .   |

- 1991 Le ministère des Finances restreint les possibilités d'engagement des banques dans l'immobilier.
- 1992 Création d'un marché de *Futures* sur les emprunts d'État.  
Des filiales de maisons de titres étrangères obtiennent une licence bancaire.  
Abandon par la Banque du Japon de sa politique d'encadrement du crédit bancaire.  
Le minimum des *money market certificates* est aboli.
- 1993 Libéralisation des taux d'intérêt sur les dépôts bancaires et l'épargne postale.  
Accroissement de la surveillance de l'activité des maisons de titres et création d'une agence spécifique de contrôle des opérations boursières.
- 1994 Redéfinition des cloisons entre les activités bancaires et boursières.
- 1995 Obligation pour les banques dotées de succursales étrangères de se conformer au ratio international de capitalisation.
- 1996 Achèvement de la libéralisation des taux des dépôts à vue.
- 1997 Ouverture de la gestion des fonds de pensions aux *city banks*.
- [180]
- 1998 Application de la norme internationale de capitalisation aux banques régionales et aux mutuelles.  
Annonce du *Big Bang* mis en œuvre de 1998 à 2001.  
Fin de l'interdiction des holdings financiers.  
Les entreprises et les ménages ont le droit de réaliser des transactions en devises sans autorisation administrative. Une nouvelle loi met complètement fin au contrôle des changes.
- 1999 Fixation libre des commissions de titres sur les transactions de plus de 50 millions de yens.  
Libéralisation des primes d'assurance non vie.
- 2000 Possibilité pour les banques de vendre leurs propres fonds communs de placement.
- 2001 L'obligation de licence est levée pour exercer des activités de courtage.  
Les maisons de titres peuvent faire de la gestion d'actifs.

Les maisons de titres peuvent fixer librement toutes les commissions.

Les barrières entre activités de banque, de gestion de fonds, de maison de titres sont levées.

Les banques commerciales ont le droit d'émettre des obligations non convertibles.

Les compagnies d'assurances ont le droit d'entrer dans le secteur bancaire.

Les banques et les maisons de titres peuvent exercer des activités d'assurance.

*Source* : adapté de Geoffron et Rubinstein [1996].

de financement : il faudra attendre 1988 pour que le plancher des certificats de dépôt soit porté de 500 millions de yens à 50 millions de yens et 1992 pour que celui des *money market certificates* soit supprimé. Du côté des taux d'intérêt créditeurs, les restrictions sont progressivement abolies jusqu'à aboutir, en 1994, à une fixation libre. La conséquence mécanique de ces modifications est de soumettre plus largement les ressources bancaires à des conditions de marché. Ainsi, en 1992, deux tiers des ressources et dépôts des *city banks* sont l'objet de taux déréglementés contre moins de 15 % en 1985 [Geoffron et Rubinstein, 1996].

L'autre volet de la déréglementation concerne le décloisonnement des activités financières. Le principe de segmentation est graduellement assoupli. La loi bancaire de 1981 autorisait les banques à exercer, par l'intermédiaire de filiales, certaines activités de titres, après autorisation du ministère des Finances. En pratique, cette autorisation était rarement accordée et ce n'est qu'à partir de la réforme bancaire de 1992 que les [181] différentes banques sont autorisées à exercer de nouveaux métiers, *via* la détention de filiales. En contrepartie, les maisons de titres sont également autorisées à investir le champ bancaire et à vendre de nouveaux produits. À partir de 1996, le décloisonnement des activités par détention de filiales est également à l'œuvre dans le secteur de l'assurance. L'interdiction de créer des holdings financiers est abolie

en 1997. Ces différentes réformes trouvent leur achèvement dans le *Big Bang* de 1998 qui aboutit au total décloisonnement des activités à l'échéance 2001 (*cf.* encadré).

Ce processus de déréglementation ne trouve son sens que resitué dans un contexte international. La loi de contrôle des changes de 1947, en donnant un caractère exceptionnel aux opérations de change, avait assuré une forme d'étanchéité de l'espace financier nippon vis-à-vis du reste du monde. Or, cette philosophie est progressivement abandonnée. Tout d'abord, la loi sur le change de 1947 est révisée en 1980, conduisant à la création d'un marché de l'euroyen et, en 1986, de l'*Offshore Tokyo Market*, réservé aux non-résidents pour les prêts et les dépôts. Progressivement, les institutions financières japonaises sont autorisées à effectuer des opérations de change qui ne sont pas adossées à des flux commerciaux. L'achèvement du processus conduit à la suppression totale du contrôle des changes en 1998 et à l'ouverture accrue de l'espace financier nippon aux institutions financières étrangères (*cf.* encadré).

***Nouvelles activités, nouveaux risques  
et « myopie au désastre »***

Avant la déréglementation financière, l'activité bancaire présentait peu de risques :

- les taux créditeurs et débiteurs étant strictement contrôlés, le risque de taux était quasi nul.
- le risque de transformation était limité dans la mesure où les maturités des actifs et passifs bancaires étaient réglementées par le cloisonnement du système bancaire.
- enfin, le risque de défaut était faible dans le cadre des relations de long terme propres au SBP.

La concurrence entre banques portait principalement sur les parts de marchés. L'organisation du système bancaire, connue sous le nom de « convoi sous escorte », incluait le sauvetage d'une banque en difficulté



par une banque en bonne santé, en [182] contrepartie de faveurs accordées par le ministère des Finances, notamment en termes d'octroi de parts de marché [Hoshi, 2002].

Avec la déréglementation financière, les banques commerciales perdent leurs interlocuteurs privilégiés que sont les grandes entreprises. En effet, ces dernières diversifient à la fois leurs sources de financement et leurs fournisseurs de services financiers, ce qui constitue à la fois une perte financière et informationnelle pour les banques. Pour compenser la perte de leurs clients traditionnels, les *city banks* et les banques régionales se tournent vers les ménages et les PME : la part des prêts des *city banks* aux PME et aux ménages dans l'encours total de prêts passe de 34,2 % en 1975 à 71,3 % en 1990 ; celle des banques régionales de 59,3 à 78,2 sur la même période [Banque du Japon et Guichard, 1999].

Par ailleurs, les banques s'engagent massivement dans le secteur immobilier, alors en pleine expansion, soit directement *via* des crédits immobiliers à leurs clients, soit indirectement, en prêtant aux sociétés financières non bancaires spécialisées dans l'immobilier. L'ensemble des engagements bancaires dans l'immobilier, directs ou indirects - en particulier *via* les *Jusen*, filiales des banques spécialisées dans le crédit bancaire -, représentent 25,7 % du total des prêts en 1990, contre 9,9 % en 1975 [Banque du Japon et Guichard, 1999]. Or, plutôt qu'intensifier le contrôle, les banques recourent alors massivement aux collatéraux <sup>80</sup>, dont on connaît le rôle dans le déclenchement et la propagation d'un cycle financier : en phase de hausse du prix des actifs, les collatéraux alimentent le développement du crédit. En phase baissière, ils augmentent la fragilité bancaire car s'il y a défaut du débiteur, leur valeur dépréciée augmente encore le poids des pertes [Scialom, 1999]. Une explication possible de cette attitude des banques tient au sous-développement de l'analyse du risque en leur sein, dans un contexte marqué depuis l'après-guerre par un faible risque d'activité. On retrouve là des éléments clés du scénario de « myopie au désastre » de Guttentag et Herring [1986] dont on sait qu'il dépend positivement du

<sup>80</sup> Les collatéraux sont les garanties que donne l'emprunteur au prêteur lors d'une opération de prêt (hypothèques, cautions, gages, titres, etc.). En cas de défaut de l'emprunteur, le collatéral revient au prêteur et réduit donc ses pertes.

temps écoulé depuis le dernier choc financier et du degré de concurrence entre institutions financières.

[183]

Les compagnies d'assurances-vie augmentent tout aussi notablement leur degré d'exposition au risque. Durant l'*endaka* de 1985-1986 - période pendant laquelle le yen s'apprécie de 50 % par rapport au dollar -, la valeur en yens de leur portefeuille d'actifs en devises s'était considérablement amoindrie. Pour tenter de compenser ces pertes importantes, les compagnies d'assurances-vie se mettent à collecter massivement l'épargne, en proposant des taux d'intérêt très attractifs, afin de la placer sur les marchés boursiers et de bénéficier de la hausse massive du prix des actifs. Du côté de leurs engagements à long terme, elles proposent des rémunérations de l'épargne longue pouvant aller jusqu'à 10 % - alors même que la rémunération sur les dépôts à terme des banques ne dépasse pas 5 % sur la même période. Du côté des placements, elles profitent tant et si bien de la bulle boursière que les gains en capital dépassent rapidement les revenus d'intérêt. Les assurances-vie rentrent alors dans une course aveugle à la part de marché, anticipant une hausse continue des prix d'actifs [Lacu, 2000].

Durant cette période de mutation des règles et des pratiques, on aurait pu s'attendre à un surcroît de vigilance des autorités de tutelle. Mais à l'inverse, elles ferment les yeux sur les comportements et l'exposition au risque des banques, en modifiant à la marge les modalités de surveillance des établissements bancaires et le dispositif prudentiel. Outre la faiblesse de leur expertise dans ce nouvel environnement financier, l'inertie des autorités de tutelle tient aussi au rôle des *amakaduri* - ces anciens cadres du ministère des Finances et de la Banque du Japon embauchés dans les banques commerciales avec des rémunérations élevées - qui auraient facilité l'obtention de l'accord implicite des autorités de tutelle à la conduite de stratégies plus risquées de la part des banques [Van Rixtel et Hassink, 2002]. En effet, la pratique de l'*amakaduri* conduit à une collusion implicite entre le régulateur et le régulé aux frais du contribuable, en introduisant une distorsion dans les incitations adressées au régulateur pour qu'il contrôle la banque [Horiuchi et Shimizu, 2001]. Enfin, le système du « convoi sous escorte », qui offrait une forme d'assurance aux banques défaillantes se met à dysfonctionner dans les années 1990. Dans le

nouvel environnement concurrentiel, les contreparties offertes par le ministère des Finances à la banque qui secourt une banque en difficulté (à savoir l'octroi de nouvelles parts de [184] marché) s'avèrent beaucoup moins attractives que par le passé [Hoshi, 2002].

Le même type d'aveuglement est à l'œuvre avec les compagnies d'assurances-vie : la réglementation leur interdit théoriquement de rémunérer les contrats d'assurance-vie sur d'autres formes de revenus que les intérêts des placements, afin de limiter les comportements spéculatifs de la part des assureurs. Dans les faits, les autorités de tutelle ferment les yeux sur les pratiques de contournement de la législation, *via* notamment l'utilisation de fonds *Tokkin* dont la forme juridique permet de comptabiliser les plus-values en capital comme des flux d'intérêt.

## La profondeur de la crise financière

[Retour à la table des matières](#)

La fragilité financière est révélée à partir de l'effondrement de la bulle boursière (graphique 1) et immobilière (graphique 2), effondrement déclenché par le resserrement brutal de la politique monétaire : entre avril 1989 et août 1990, le taux d'escompte augmente de 2,5 % à 6 %. Durant la période fortement haussière des années 1987-1989, les autorités de tutelle avaient facilité le développement de la bulle financière par une politique monétaire accommodante. Cette politique monétaire expansive apparaissait justifiée dans les années 1985-1986 - il s'agissait alors de contenir l'appréciation du yen par rapport au dollar tout en réduisant l'excédent commercial nippon par une stimulation de la demande interne. En 1987, la même politique avait été reconduite pour contribuer à la résorption du krach boursier américain du mois d'octobre. Mais en 1988-1989, elle perd de sa raison d'être sans pour autant être remise en cause [Jinushi, Kuroki et Miyao, 2000]. Dès lors, l'éclatement de la bulle est d'autant plus brutal que celle-ci a eu tout le loisir de se développer. Dans un premier temps, les institutions financières et les autorités de tutelle ne prennent pas la mesure de la crise. La situation des banques et de l'assurance-vie

continue de se dégrader durant les années 1990. La gestion de la crise par les autorités de tutelle semble favoriser cette dégradation.

[185]

### ***Fragilité bancaire et de l'assurance-vie***

Les banques japonaises font face à deux problèmes : le montant colossal des créances douteuses et la faible rentabilité de leur activité.

Jusqu'en 1993, les établissements bancaires ne sont pas contraints de publier d'informations sur les créances douteuses. À partir de cette date, le montant des créances douteuses ne cesse de croître à mesure que la réglementation devient plus contraignante. Ainsi, sur la période 2000-2002, la pression de la réglementation conduit à une augmentation de plus de 25 % du montant des créances douteuses, de 50 % dans les *city bank* [OCDE 2002]. En mars 2002, le montant cumulé sur dix ans des pertes déclarées par les banques sur leurs créances équivaut à plus de 16 % du PIB, soit 82 000 milliards de yens [Fukao, 2003]. Les banques conservent néanmoins dans leur bilan 43 200 milliards de yens de créances dites improductives<sup>81</sup> [OCDE, 2002]. Les estimations du montant des pertes futures sur ces créances divergent, les estimations les plus optimistes faisant état de pertes de 12 000 milliards de yens [Kashyap, 2002].

Au-delà du problème des créances douteuses, la rentabilité des banques est très affaiblie : depuis 1993, les banques japonaises réalisent un bénéfice d'exploitation net négatif (tableau 1). Seules les plus-values réalisées sur leurs portefeuilles d'actifs permettent aux banques de déclarer un bénéfice net positif.

Deux raisons majeures expliquent ce résultat :

- <sup>81</sup> Les créances improductives recouvrent trois types d'actifs :
- les actifs de catégorie II, considérés comme impliquant un risque de remboursement supérieur à la normale ;
  - les actifs de catégorie III, pour lesquels il existe de sérieux doutes concernant le recouvrement ou la valeur ;
  - les actifs de catégorie IV, jugés irrécupérables ou sans valeur.

- en premier lieu, la faiblesse des marges d'intermédiation, égales à la différence entre taux d'intérêt débiteurs et créditeurs. Cette marge a été réduite au début des années 1990 par le renchérissement du taux d'escompte. La déflation que connaît le Japon depuis 1997 produit un effet analogue : du côté des bailleurs, les banques ne peuvent rémunérer négativement l'épargne et du côté des emprunteurs, même lorsque le coût nominal du

[186]

**Tableau 1.**

Bénéfice des banques commerciales (en milliers de milliards de yens)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	19%	1997	1998	1999	2000	2001
Bénéfice d'exploitation net (A)	1,8	2,5	2,5	-0,4	-2,2	-7,0	-1,0	-7,9	-8,3	-1,4	-1,1	-3,8
Plus-values réalisées (B)	2,0	0,7	0,0	2,0	3,2	4,4	1,2	3,6	1,4	3,8	1,5	-2,4
Bénéfice net (A + B)	3,8	3,3	2,5	1,7	1,0	-2,6	0,2	-4,2	-6,9	2,3	0,4	-6,2

Note : ce tableau est réalisé sur la base des états financiers de toutes les banques commerciales.

Source : OCDE 2002.

crédit est nul (taux 0), le taux d'intérêt réel débiteur est déjà positif ;

- *en second lieu*, la lenteur de réaction du secteur bancaire. Lindgren *et al.* [1996], dans une étude comparative sur les crises bancaires, ont étudié 181 pays actuellement membres du FMI. Sur ces 181 pays, 133 d'entre eux ont connu, sur la période 1980-1985, des problèmes significatifs dans leur secteur bancaire. Le Japon n'a donc pas, tant s'en faut, le monopole de la crise bancaire. Ce qui le caractérise, c'est la faiblesse et la lenteur de réaction de son secteur bancaire à la crise : comparant le Japon aux États-Unis, à l'Allemagne, à la France, à l'Italie et au

Royaume-Uni, Horiuchi [2000] montre qu'il est le seul pays où, au début des années 1990, les effectifs des banques, le taux de rémunération du personnel et le nombre de succursales continuent de croître, alors même que les bénéfices reculent.

Il est clair aujourd'hui que les problèmes auxquels sont confrontées les banques ne sont pas imputables uniquement aux erreurs des années 1980, erreurs révélées par l'éclatement des bulles boursières et immobilières. La passivité des banques dans les années 1990 et leur conviction, partagée par les autorités de régulation, que la crise allait se régler sans ajustements trop douloureux, a conduit les banques *de facto* en faillite à poursuivre leur activité, alourdissant notablement le coût social de l'assainissement du système bancaire [Horiuchi, 2000].

[187]

De manière analogue, les compagnies d'assurances-vie prolongent leurs erreurs après le déclenchement de la crise financière. Avec des actifs qui totalisent 180 000 milliards de yens fin 2000, soit 35 % du PIB [Fukao, 2003], l'assurance-vie représente la seconde industrie financière derrière les banques commerciales. Après l'éclatement de la bulle, les compagnies d'assurances-vie enregistrent un écart de rendement négatif et durable entre la performance de leurs actifs et les revenus d'intérêts garantis à leurs épargnants. Mais au lieu de procéder à une baisse de la rémunération garantie sur les nouveaux contrats pour éponger progressivement leurs pertes, elles continuent d'offrir des rendements relativement élevés, dans un contexte de course aux parts de marché [Lacu, 2000]. Sur les vingt compagnies d'assurances-vie présentes avant la crise financière, sept font faillite dans un temps réduit (1997-2001).

La fragilité financière des banques et des compagnies d'assurances-vie est d'autant plus aiguë qu'elles ont des engagements réciproques : les banques sont engagées sous la forme de prêts subordonnés et de bons de participation émis par les compagnies d'assurances qui détiennent, de leur côté, des actions émises par les banques et des prêts participatifs. Ces engagements réciproques aggravent le risque de système.

### *Les défaillances des autorités de tutelle*

Durant les premières années de la crise bancaire, les autorités de tutelle s'emploient systématiquement à en minimiser l'ampleur, croyant que le retour de la croissance permettra de résoudre de manière indolore les difficultés : il faut attendre mars 1993 pour que la réglementation publique contraigne les grandes banques à publier le montant de leurs créances douteuses et ce n'est qu'en 1995 que cette obligation est étendue aux autres banques.

En juillet 1995, se déclenche la première ruée bancaire : en trois jours, 20 % des dépôts de la cinquième coopérative de crédit par la taille, la *Cosmo Shinyo Kumiai*, sont retirés. Ces ruées bancaires, qui signalent la perte de confiance des déposants, accélèrent l'assainissement du système bancaire nippon par la liquidation d'institutions insolubles maintenues artificiellement en activité. Cette année 1995 représente un tournant dans la prise de conscience par les autorités de tutelle de la profondeur de la crise bancaire [Guichard, 1999]. Un plan de [188] restructuration des *Jusen*, ces sociétés de crédit à l'immobilier détenues par les banques, est mis en œuvre. Une structure de cantonnement est créée en 1996, destinée à la liquidation des actifs des coopératives de crédit insolubles. Le système d'assurance des dépôts est renforcé à partir de 1996 et la supervision bancaire est modifiée.

De manière analogue, le ministère des Finances - qui espère un prompt rétablissement des compagnies d'assurances-vie - favorise jusqu'en 1995 le maintien d'un rendement garanti supérieur à celui des actifs pour permettre aux compagnies d'assurances de continuer de collecter des fonds dans un contexte de taux élevés [Lacu, 2000]. L'exposition au risque des compagnies d'assurances s'accroît, pour déboucher sur des faillites en chaîne, inaugurées par celle de Nissan Life en 1997.

Durant la seconde moitié des années 1990, le ministère des Finances fait l'objet de violentes critiques pour sa gestion erratique de la crise financière. La crise met en évidence les conflits d'intérêts et les collusions qui paralysent son action. En 1997, le Parlement japonais adopte une loi qui, de fait, sépare la fonction réglementaire et la fonction de contrôle. La fonction réglementaire est octroyée au

ministère des Finances, la fonction de contrôle à une institution nouvelle, la FSA (*Financial Supervisory Agency*), rattachée directement au Premier ministre. La FSA prend à sa charge la supervision de l'ensemble des établissements financiers<sup>82</sup> (banques, compagnies d'assurances, maisons de titres) dévolue jusqu'alors conjointement au ministère des Finances, au MITI et au ministère de l'Agriculture et des Forêts. Le ministère des Finances ne conserve que le pouvoir réglementaire.

En dépit de la crise financière, les autorités de tutelle maintiennent le cap de la déréglementation. La mise en œuvre du programme du *Big Bang*, de 1998 à 2001, conduit à la disparition de tout cloisonnement dans le système financier et à un accroissement de la concurrence sur les activités de titres. Selon Aglietta [2001], le cloisonnement des marchés, la concentration des établissements, la réglementation des taux d'intérêt permettent d'étouffer la propagation d'accidents financiers locaux, mais constituent des entraves à la concurrence qui favorisent les rentes de situation et élèvent le coût du capital. Dans le [189] dilemme entre stabilité macroéconomique et efficience microéconomique, les pouvoirs publics nippons optent clairement pour la poursuite de l'objectif d'efficience microéconomique.

## De la crise financière à la crise économique

[Retour à la table des matières](#)

Une des questions les plus délicates porte sur l'ampleur de la responsabilité financière dans la crise économique majeure que traverse le Japon depuis 1990.

Trois mécanismes principaux de transmission d'un choc financier à l'économie réelle interagissent dans le cas nippon :

- le rationnement du crédit ;
- la déflation par la dette ;

<sup>82</sup> À l'exception du système d'épargne postal, qui reste aux mains du ministère des Postes.



- la détérioration des bilans des entreprises suite à l'éclatement de la bulle boursière et immobilière.

Néanmoins, ces trois mécanismes de transmission ne sont pas les seuls facteurs explicatifs de la crise : conjointement à la crise financière, le Japon connaît plusieurs problèmes structurels relatifs à son modèle de croissance qui apparaissent d'autant plus complexes à régler que les marges de manœuvre financières sont réduites.

### ***Les mécanismes de transmission du choc financier à l'économie réelle***

Le premier de ces mécanismes est le rationnement du crédit. Dans quelles conditions existe-t-il ? Lorsque le niveau de crédit est faible, certes. Mais cela ne suffit pas. En effet, la faiblesse du crédit peut s'expliquer soit par la contraction de l'offre, soit par celle de la demande de crédit. Lorsque la demande de crédit est faible, l'atonie du crédit est simplement la conséquence, sur l'activité des banques, du ralentissement économique : en période de faible croissance, les perspectives de profit se raréfient et les entreprises et les ménages empruntent moins. En revanche, la contraction du crédit liée au refus des banques de financer des projets rentables est essentielle dans la propagation d'une crise bancaire à l'ensemble de l'économie : on parle alors de rationnement du crédit.

En première analyse, on remarque que la reprise de 1996 ne s'accompagne pas d'un redressement du crédit : au contraire, le crédit connaît un rythme de croissance annuel de 1 % en 1995 [190] et de 0,8 % en 1996 alors que sur la même période, la croissance du PIB en valeur passe de 1 % à 3,5 % [Guichard, 1999]. On peut arguer que cette faiblesse du crédit s'explique par la désintermédiation financière, qui offre des modes de financement alternatifs aux entreprises. On sait néanmoins que les PME n'ont généralement pas la possibilité d'utiliser d'autres modes de financement externe que le financement bancaire. En se basant sur des enquêtes d'opinion, Motonishi et Yoshikawa [1999] montrent que les PME, à la différence des grandes entreprises, ont effectivement souffert de rationnement du crédit sur la période 1997-

1998. D'autres études empiriques confirment l'hypothèse d'un rationnement du crédit sur la période 1997-1998 [Guichard, 1999 ; Woo, 1999] dont la responsabilité serait réelle dans l'échec de la relance de 1995-1996.

En revanche, en dépit de la faiblesse du niveau du crédit durant la première moitié des années 1990, les études disponibles contestent l'existence d'un rationnement sur cette période [Motonishi et Yoshikawa, 1999 ; Kaku, 1996 ; Woo, 1999 ; Gibson, 1995], invalidant l'hypothèse selon laquelle la crise bancaire aurait « contaminé » l'ensemble des secteurs économiques. De même, sur la période récente, Kashyap [2002] et Koo [2003] font valoir qu'il existe au Japon - notamment depuis le *Big Bang* de 1998 - des banques et des compagnies d'assurances étrangères en très bonne santé financière qui sont susceptibles de financer des projets d'investissement rentables. Le phénomène de rationnement du crédit est donc insuffisant pour expliquer la profondeur et la durée de la crise : à l'exception de la période 1997-1998, le faible niveau du crédit s'explique principalement par la contraction de la demande de crédit des entreprises. L'euphorie boursière des années 1988-1990 a contribué, aux côtés d'une appréciation insuffisante de la demande mondiale, à des décisions d'investissement qui se sont avérées erronées. Les entreprises japonaises se sont donc trouvées, durant l'ensemble de la décennie 1990, en situation de surcapacités industrielles [Geoffron, 2000 ; Blanqué, 2002]. L'OCDE [1998] ajoute qu'au-delà du seul rationnement, la faiblesse du système bancaire avait conduit à une perte de confiance des agents économiques dans les possibilités de reprise de l'économie nippone. Mais au total, la fragilité bancaire paraît insuffisante pour expliquer la faiblesse du niveau du crédit dans les années 1990.

[191]

Sauf à lui adjoindre un processus de *debt deflation* qui prolonge, tout en l'intégrant, l'explication précédente. Ce type de processus a été mis en évidence pour la première fois par Fisher [1933] pour expliquer la crise de 1929. Selon Fisher, la combinaison du surendettement et de la déflation est la force dominante à l'œuvre dans une grande dépression. L'enchaînement vicieux est le suivant : si la déflation s'engage dans une situation de surendettement donnée, la baisse absolue du niveau général des prix et des salaires accroît le poids de la dette en termes

réels, donc le nombre de faillites, ce qui diminue encore le niveau de la demande agrégée et contribue à entretenir la déflation.

Bernanke [1983] approfondit l'analyse de Fisher en montrant qu'en général, une baisse des prix réalloue la richesse au détriment des débiteurs et au profit des crédateurs. Elle n'a donc pas d'impact de premier ordre sur l'économie. Mais lorsque les débiteurs se trouvent dans l'impossibilité de rembourser leurs dettes, le choc se propage aux crédateurs, en particulier les banques. La dégradation des bilans bancaires peut alors conduire au rationnement du crédit (*cf. supra*) qui détériore davantage encore la situation économique. La demande totale diminue, ce qui entretient les pressions déflationnistes.

Or une telle pression existe au Japon où, depuis 1997, les prix enregistrent des baisses régulières [OCDE, 2002]. Pour 2003 et 2004, l'OCDE [2003] prévoit une baisse annuelle des prix à la consommation de 1,6 %. Le déflateur du PIB décroîtrait de 2,2 % en 2003 et de 1,8 % en 2004. La déflation, en augmentant le poids des dettes et en pesant sur la rentabilité des banques *via* la réduction des marges d'intermédiation (*cf. supra*) ne cesse d'entretenir, voire d'aggraver, la crise économique et financière que connaît le Japon.

Koo [2003] propose une explication alternative au phénomène de déflation par la dette. De manière originale, il soutient que la responsabilité financière dans la crise économique est majeure mais qu'elle passe principalement par la détérioration des bilans des entreprises. Par rapport au pic de 1989, la baisse du prix des actifs à partir de 1990 correspond à une perte de richesse équivalente à 2,7 fois le PIB annuel du Japon de 1989. Pour donner un ordre de grandeur, on peut comparer cette perte avec celle qui a résulté de la crise de 1929 : la baisse du prix des actifs américains avait alors représenté une perte de richesse équivalente à une année du PIB des États-Unis de [192] l'époque. Cette comparaison met en évidence l'ampleur des pertes supportées par les agents économiques japonais. On en a vu les conséquences destructrices dans le secteur financier. Mais quand est-il du secteur productif ? Dans les années 1970 et 1980, les entreprises se sont endettées pour acheter des actifs. Après l'éclatement de la bulle, elles se trouvent confrontées à la détérioration de la valeur de leurs actifs et dans l'obligation de payer leurs dettes. C'est pourquoi au lieu de maximiser leurs profits en investissant, les entreprises tentent de restaurer leurs bilans en « minimisant leurs dettes ». Pour se

désendetter, elles cessent d'investir et deviennent des fournisseurs nets de capitaux au secteur bancaire. Les mécanismes conduisant à la déflation sont en place : la faible demande d'investissement des entreprises n'étant pas compensée par la demande des ménages, la demande totale est structurellement faible. Avec la baisse du niveau général des prix, l'économie entre dans un cercle vicieux : pour payer leurs dettes, les entreprises cessent d'investir *donc* la demande agrégée s'affaiblit *donc* les prix continuent de baisser *donc* le poids réel des dettes s'accroît.

### *Une crise structurelle*

Alors même que la crise financière se propage à la sphère réelle, celle-ci se trouve confrontée à plusieurs problèmes structurels.

Le modèle japonais, théorisé notamment par Aoki [1988, 1990], est un modèle industriel. Les innovations organisationnelles japonaises (en particulier le juste-à-temps) combinées au système d'emploi (« trésors sacrés » et hiérarchie par grades), au système de financement (SBP) et aux modalités particulières de sous-traitance, ont permis de réaliser des gains de productivité conséquents dans l'industrie tout en maintenant une offre de produits fortement différenciée. Dans les secteurs ouverts à la concurrence internationale (automobile, sidérurgie, électronique grand public, etc.), les niveaux de productivité du travail japonais ont donc atteint des niveaux supérieurs à ceux des États-Unis. En revanche, les secteurs traditionnellement fermés à la concurrence internationale sont restés peu productifs : en base 100 pour les États-Unis, le niveau de productivité du travail est de 35 dans l'agroalimentaire, de 45 dans la construction et de 54 dans la distribution de détail (tableau 2). Ce sont notamment ces secteurs qui ont servi à maintenir un niveau [193] d'emploi plus élevé que dans la plupart des pays industriels. Mais aujourd'hui, les faibles niveaux de productivité légitiment et stimulent les pressions domestiques et internationales à la dérégulation des services [OCDE, 2002].

**Tableau 2.**

Écarts de productivité du travail par secteur  
entre le Japon et les États-Unis (indice : États-Unis =100)

<i>Secteurs</i>	<i>Japon</i>	<i>États-Unis</i>
Industrie automobile	145	100
Transformation des denrées alimentaires	35	100
Sidérurgie	121	100
Informatique	95	100
Électronique grand public	115	100
Travail des métaux	119	100
Distribution de détail	54	100
Santé	93	100
Télécommunications	82	100
Construction	45	100

*Source* : [McKinsey Global Institute, 2000 ; Bailey et Solow, 2001].

En effet, la productivité du travail dans l'économie japonaise reste globalement inférieure de 31 % à celle des États-Unis et la productivité du capital de 39 % (tableau 3).

**Tableau 3.**

Écarts de productivité entre le Japon et les États-Unis  
(indice : États-Unis = 100 en 1999)

	<i>Japon</i>	<i>États-Unis</i>
Productivité du capital	91	100
Productivité du travail	69	100
PIB par habitant	77	100

*Source* : [McKinsey Global Institute, 2000 ; OCDE, 2002].

Même si les écarts de productivité sont principalement imputés à une libéralisation et une déréglementation insuffisantes, la responsabilité du système national d'innovation dans la crise est aussi invoquée. Bien que le Japon soit, en 1999, la première puissance de l'OCDE en termes de dépôt de brevets par unité de PIB [OCDE, 2002], le système national d'innovation [194] japonais serait insuffisamment tourné vers la recherche fondamentale, alors même que le Japon a atteint la frontière technologique [Branstetter et Nakamura, 2003]. Du fait de la faiblesse de la recherche académique, du manque relatif de chercheurs et de marchés financiers inadaptés (notamment en matière de capital-risque), le Japon ne parviendrait pas à infléchir suffisamment l'orientation de son système d'innovation. Posen [2002] conteste néanmoins ce type d'argument en faisant valoir que le système d'innovation nippon a les mêmes qualités que celles qu'on lui attribuait dans la période de haute croissance. Selon lui, la spécificité de la période récente tient davantage à une relation plus lâche entre innovation et croissance, du fait notamment de la faible diffusion de l'innovation dans les secteurs protégés.

Le système d'emploi apparaît lui aussi inadapté aux bouleversements de la période récente. L'emploi à vie - qui concerne presque exclusivement les hommes - résiste bien [Kato, 2001] alors même que les entraves à la mobilité de l'emploi et à l'activité des femmes bloquent la progression de la productivité du travail [Ono et Rebeck, 2003]. La mobilité des travailleurs est restreinte par le refus des employeurs mais aussi des salariés en place d'intégrer des nouveaux salariés de plus de quarante ans. La perte d'une partie des droits futurs à la retraite en cas de changement d'entreprise est un autre frein. La participation des femmes au marché du travail est découragée par une politique fiscale désincitative et par une politique familiale peu active.

Enfin, le Japon est un pays vieillissant : Actuellement, le pourcentage de plus de soixante-cinq ans est de 15 %, il s'élèvera à 25 % en 2020. À titre de comparaison, la projection pour les États-Unis prévoit que 15 % de la population aura plus de soixante-cinq ans en 2025. Toutes choses égales par ailleurs, cela conduira à des niveaux de dette publique insoutenables, compris entre 260 % et 380 % du PIB en 2020 [Dekle, 2003].

## Conclusion : vers une sortie de crise ?

[Retour à la table des matières](#)

Face à l'étendue des problèmes, comment sortir de la crise ? La marge de manœuvre budgétaire est faible : les politiques budgétaires expansives se sont succédé dans les années 1990 et la dette publique excède aujourd'hui 140 % du PIB.

[195]

C'est pourquoi Stiglitz [2003], tout en constatant le caractère à la fois structurel et conjoncturel de la crise japonaise, suggère de s'attaquer prioritairement à la déflation par une monétisation de la dette publique. Une telle politique, si elle parvient à renouer avec l'inflation, réduira le poids de la dette des agents économiques et restaurera la rentabilité bancaire. En outre, le Japon présentant la particularité d'être créancier net du reste du monde, la dépréciation du yen qui pourrait en résulter augmentera la valeur de ses créances ! Cet adoucissement des contraintes permettrait alors de dégager des marges de manœuvre pour des réformes structurelles ambitieuses. De même, Bernanke [2000], après avoir rappelé la responsabilité de la Banque du Japon dans la formation de la bulle spéculative et dans son éclatement brutal, suggère que la Banque du Japon soit moins conservatrice dans sa gestion de la crise et adopte une politique monétaire clairement expansive et plus inventive - voire hétérodoxe - pour rompre avec la déflation. Patrick [2002] et Koo [2003] insistent davantage sur les avantages d'une politique fiscale incitative pour soutenir la demande des entreprises et des ménages.

En 2003, le Japon semble renouer avec la croissance : en projection annuelle, le PIB devrait augmenter de 2,5 % l'an [Mission économique de Tokyo 2003]. Mais cette reprise conjoncturelle reste fragile. En donnant des « degrés de liberté » à la classe politique, dont on a pu constater le relatif immobilisme dans la gestion de la crise, elle est la condition nécessaire mais non suffisante d'un retour durable à la croissance. Car dans l'économie mondialisée, face à la concurrence accrue de la Chine sur les produits manufacturés, le Japon risque de ne pouvoir faire l'économie de réformes structurelles de grande envergure et qui risquent d'être douloureuses : une réforme fiscale poussée par le

vieillissement de la population [Dekle, 2003], la dérégulation des secteurs faiblement productifs [Patrick, 2002] et de nouvelles mutations du système de l'emploi.



[196]

**La finance mondialisée...****Chapitre 8**

---

“L’insertion différenciée  
aux effets paradoxaux  
des pays en développement  
dans la mondialisation financière.”

**Par Mamadou Camara et Pierre Salama**[Retour à la table des matières](#)

L’idée selon laquelle une intégration plus poussée des économies en développement (et particulièrement les plus développées d’entre elles) dans l’économie mondiale au moyen d’un afflux important de capitaux privés favoriserait le rattrapage et la croissance, est assez répandue. Le lien supposé positif entre entrée des capitaux étrangers et croissance économique s’est appuyé jusqu’en 1997 sur l’expérience d’une dizaine de pays d’Asie du Sud-Est. Les succès enregistrés par ces pays, notamment en matière d’industrialisation et d’acquisition de technologies, ont été attribués, pour une bonne part, aux effets des capitaux étrangers notamment sous forme d’investissements directs étrangers. Le retour de la croissance dans quelques pays émergents d’Amérique latine dans la décennie 1990 à la suite d’afflux massif de capitaux est également venu renforcer l’idée d’une relation positive entre la participation accrue d’un pays ou d’une zone au processus de globalisation financière et l’accélération de son développement économique. À supposer qu’une telle relation - que nous ne discutons pas pour l’instant - soit exacte, nous nous proposons de montrer que le

processus de mondialisation financière est une dynamique dont sont exclus la majorité des pays en développement. Cette démonstration affaiblit la thèse défendue par les institutions internationales multilatérales et beaucoup d'économistes quant à ses effets bénéfiques. Dans un deuxième temps, il s'agira de montrer, en nous appuyant sur l'expérience des pays dits [197] émergents d'Amérique latine, que l'afflux des capitaux étrangers accentue - contrairement à ce que soutiennent les thèses orthodoxes - la contrainte extérieure et est porteur de nouveaux facteurs d'instabilité à la croissance économique.

## La mondialisation financière : un processus non intégrateur pour la majorité des pays en développement

[Retour à la table des matières](#)

S'interroger sur le caractère spécifique de l'intégration financière telle qu'elle apparaît au cours des années 1990 nécessite un détour par l'histoire des contrôles de capitaux. Une majorité d'économistes associe intégration financière et libéralisation du compte de capital. Pour eux la mesure de l'intégration financière consiste à tester l'hypothèse suivante : « S'il n'existe pas d'entraves à la mobilité des capitaux, l'épargne d'un pays est libre de se diriger vers les placements les plus avantageux indépendamment des besoins de financement de l'investissement propre à ce pays. » Plus le coefficient de corrélation entre l'épargne et l'investissement d'un pays est élevé, plus celui-ci est considéré comme peu connecté aux marchés financiers internationaux. Cette hypothèse, posée et testée pour la première fois par Feldstein et Horioka en 1980, a donné lieu à plusieurs développements. Ces travaux sont présentés, critiqués et complétés de manière pertinente par Flandreau et Rivière [1999] grâce à une méthode combinant « une chronique de l'histoire des contrôles de capitaux avec un travail statistique ». Par ce biais, ces auteurs repèrent sur une période allant de 1880 à 1996 quatre phases dans l'évolution de l'intégration financière internationale. Une première phase (1880-1913) d'étalon-or classique se caractérise comme étant une période de forte intégration, mais d'intégration financière complète. La seconde phase, allant de 1919 à

1939, correspond à une période de moindre mobilité du capital en raison de l'imposition de mesures de contrôle nées de la Première Guerre mondiale et de la crise de 1929. La troisième phase se situant entre 1945 et 1975 constitue une sorte de prolongement de la phase précédente malgré le passage à la convertibilité entre les monnaies. Enfin la dernière phase 1974-1996 correspond à une période de renforcement du degré d'intégration financière. L'analyse de Flandreau et Rivière [1999, p. 49] les conduit à mettre en [198] évidence le paradoxe selon lequel « la reprise partielle de l'intégration financière estimée, dans les années 1930, coïncide avec une intensification des contrôles de capitaux ». Ce paradoxe remet en question l'idée aujourd'hui courante selon laquelle l'intégration financière ne se renforce que dans un contexte de libéralisation du compte du capital <sup>83</sup>. Cette remise en cause est utile pour questionner les mesures de libéralisation que le FMI et la Banque mondiale imposent à une majorité des pays en développement désireux d'attirer plus de capitaux. Cependant, comme le reconnaissent Flandreau et Rivière [1999, p. 11], le phénomène d'intégration financière tel qu'il a été repéré jusqu'ici, est resté circonscrit à l'Europe et aux pays à industrialisation ancienne. Par conséquent, il faut chercher à mesurer le degré d'intégration des

<sup>83</sup> Il existe une controverse entre ceux qui pensent que l'intégration financière doit être mesurée par le démantèlement des barrières entravant la mobilité du capital, et ceux qui estiment que c'est l'accès d'un nombre plus élevé de pays aux marchés de capitaux qui doit constituer l'indicateur de cette intégration. Les économistes du FMI par exemple utilisent des indicateurs comme la somme des avoirs et engagements extérieurs des principaux pays de l'OCDE (sans la Corée et le Mexique) rapportés au PIB agrégé, le ratio des avoirs et engagements en termes d'investissements directs étrangers et d'investissements de portefeuille sur le PIB agrégé des principaux pays de l'OCDE (sans la Corée et le Mexique) ou encore la somme des avoirs et engagements rapportés au volume du commerce agrégé des principaux pays de l'OCDE (sans la Corée et le Mexique) pour conclure à une montée de l'intégration financière internationale entre 1983 et 2001. Cette vision de l'intégration financière internationale [Lane et Milesi-Ferretti, 2003] cantonnée à l'intensification des liens entre les principaux pays développés est assez étonnante de la part d'une institution qui pousse les pays en développement à libéraliser leur compte de capital dans le but d'attirer plus de capitaux.

économies en développement par d'autres voies <sup>84</sup>. Une de ces voies consiste à analyser l'évolution des flux des capitaux vers ces économies depuis le premier choc pétrolier. En effet, c'est à partir des années 1970 que le recyclage des pétrodollars va commencer à donner lieu à des flux importants de dettes. Ce type de financement constitue la première forme d'insertion financière pour une majorité des PED. Pour des raisons liées aussi bien à la disponibilité des statistiques qu'à l'importance des flux, l'analyse va se limiter dans ce chapitre aux principales économies émergentes d'Asie et [199] d'Amérique latine au cours de la période récente. C'est en insistant sur la période des années 1990 que l'on pourra mettre en évidence (dans la seconde partie) les nouveaux problèmes que rencontrent ces pays du fait de la forme actuelle de leur intégration dans les marchés mondiaux de capitaux.

La structure des flux de capitaux destinés aux pays en développement a considérablement évolué. Avant la Première Guerre mondiale, les flux de capitaux vers des pays comme l'Argentine, l'Australie ou le Canada ont été majoritairement des IDE et des prêts bancaires d'origine privée. La période entre les deux guerres voit se tarir les flux d'origine privée. En effet, il s'agissait de financer des déficits publics et extérieurs des PED par le biais des obligations et des prêts entre États. Selon les estimations faites par Maddisson [2001], les flux de capitaux en direction des PED vont être dominés par des flux officiels laissant aux capitaux privés une part relativement faible.

Lorsqu'on arrive à la période couvrant les trente dernières années, on peut repérer deux sous-périodes pertinentes <sup>85</sup> pour analyser

<sup>84</sup> À propos de la mesure de l'intégration financière pour les pays en développement, des auteurs comme Prasad, Rogoff, Wei et Kose [2003] estiment qu'il est difficile de rendre compte d'un tel phénomène en utilisant de façon exclusive soit des indicateurs montrant la montée des flux de capitaux entrants, soit des indicateurs mesurant la libéralisation du compte du capital. Cette difficulté viendrait du fait que, au cours des années 1990, les pays d'Amérique latine ont attiré une proportion importante des flux destinés à l'ensemble des pays en développement alors qu'ils continuent à être considérés comme fermés à la globalisation financière. À l'opposé, les pays africains qui ont fortement libéralisé leur compte courant n'arrivent pas à attirer plus de capitaux.

<sup>85</sup> La décennie 1980 est considérée comme une décennie perdue puisque caractérisée par la crise de la dette et par une fuite des capitaux notamment en Amérique latine et en Afrique. Les ruptures et les évolutions ne peuvent

l'insertion financière des pays en développement - 1970-1981 et 1990-2000. Le contexte de contrôle de changes et de fortes fluctuations des principales devises dans les années 1970 a favorisé les financements extérieurs sous la forme des prêts bancaires, de sorte que ceux-ci ont représenté plus des deux tiers du total. C'est la période de recyclage des pétrodollars par les grandes banques. Le secteur public a été le principal bénéficiaire de cette forme de financement, notamment dans les pays ayant suivi des stratégies d'industrialisation tournées à l'époque vers la satisfaction du marché interne. C'est le cas de l'Amérique latine. La montée des taux d'intérêt et la hausse du dollar au début des années 1980 vont déclencher la crise de la dette.

La décennie des années 1980 a été « perdue » pour la plupart des PED par le poids de la dette et l'obligation de mettre en œuvre les politiques d'ajustement imposées par le FMI. Dans la seconde sous-période 1990-2000, le financement va de nouveau être essentiellement le fait de flux privés sous la forme d'investissements directs et d'investissements de portefeuille. Dans un [200] contexte d'intégration commerciale soutenue et de libéralisation financière, la montée des flux d'IDE et de portefeuille d'origine privée relativement aux flux de dettes est perçue comme un facteur d'accélération de l'intégration des PED dans l'économie mondiale. Selon les données de la Banque mondiale, ces flux nets de capitaux en direction des PED ont été de 20 milliards de dollars en 1986 pour atteindre 240 milliards dans la phase haute (1993-1997) et se stabiliser autour d'une moyenne annuelle de 130 milliards entre 1998 et 2002.

Malgré le caractère agrégé des données disponibles, on observe donc une mutation importante dans la structure du financement extérieur des PED. Le graphique 1 montre que les prêts bancaires qui constituaient plus des deux tiers de l'ensemble des flux dans la période 1973-1981 ne représentent plus que 11,7 % de ce total dans la période 1990-1997. Les prêts bancaires ont cédé de plus en plus la place à des flux d'investissements directs et de portefeuille. Les parts relatives des prêts et des investissements sont passées respectivement de 16,8 % à 50,3 % et de 0,3 % à 16,4 % entre les deux périodes. La baisse des flux officiels (notamment l'aide publique), dont la part passe de 15,5 % à

s'observer qu'après la reprise des mouvements de capitaux en direction de toutes les zones en développement.

6,4 %, a été en partie compensée par un plus grand recours au financement des déficits par les marchés de capitaux : les obligations passent de 3,5 % du total des flux de capitaux à 15,2 %. La structure des flux de capitaux dans les PED au cours de la décennie 1990 se caractérise, désormais, par la prédominance des ressources de long terme, essentiellement sous leur forme d'IDE que d'investissements de portefeuille <sup>86</sup>.

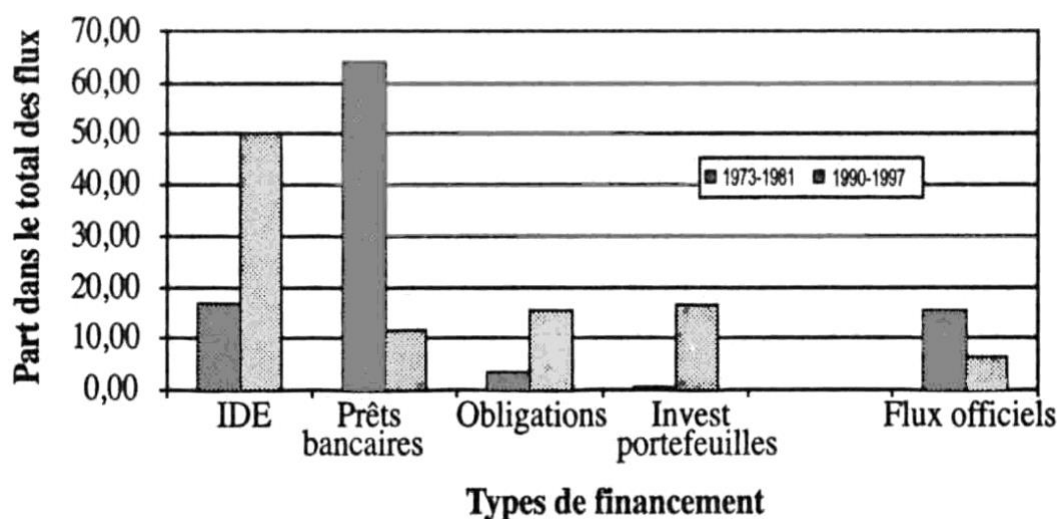
L'évolution de la structure des flux de capitaux destinés aux PED dans les années 1990 est donc marquée par deux phénomènes : la montée des ressources de long terme et la prédominance des flux d'origine privée dans la composition de ces ressources. C'est ce que les graphiques 2 et 3 mettent en évidence. La répartition entre flux privés et flux officiels qui est encore d'un montant semblable au début des années 1990 connaît une mutation importante. De 1991 jusqu'au déclenchement de la crise asiatique, on assiste à une montée des flux privés qui passent de 62,2 milliards de dollars à 300,7 milliards

<sup>86</sup> C'est la raison pour laquelle, à défaut d'autres statistiques plus désagrégées, la différenciation par zones et par pays quant au degré d'intégration financière et à son impact sur le développement va être mieux explicitée à partir des données sur les IDE.

[201]

**Graphique 1.**

Évolution des modalités d'insertion financière dans les PED  
entre les années 1970 et 1990



en 1997 soit un taux de croissance de 383,8 % tandis les flux officiels enregistrent une baisse de 34 %. La part de l'IDE dans le total des flux privés passe de 57,6 % en 1991 à 73,8 % en 2000. La dette qui constituait la principale source de financement extérieur dans les années 1970-1980 représente environ le tiers des flux privés dans les années 1990. Le graphique 3 illustre la grande instabilité du financement par la voie des prêts bancaires et des marchés d'obligations publiques et privées. Le financement par la dette à court terme connaît une chute brutale à la suite de la crise asiatique de 1997, sa part dans le total des flux privés passant de 32,6 % en 1997 à 3,63 % en 2000.

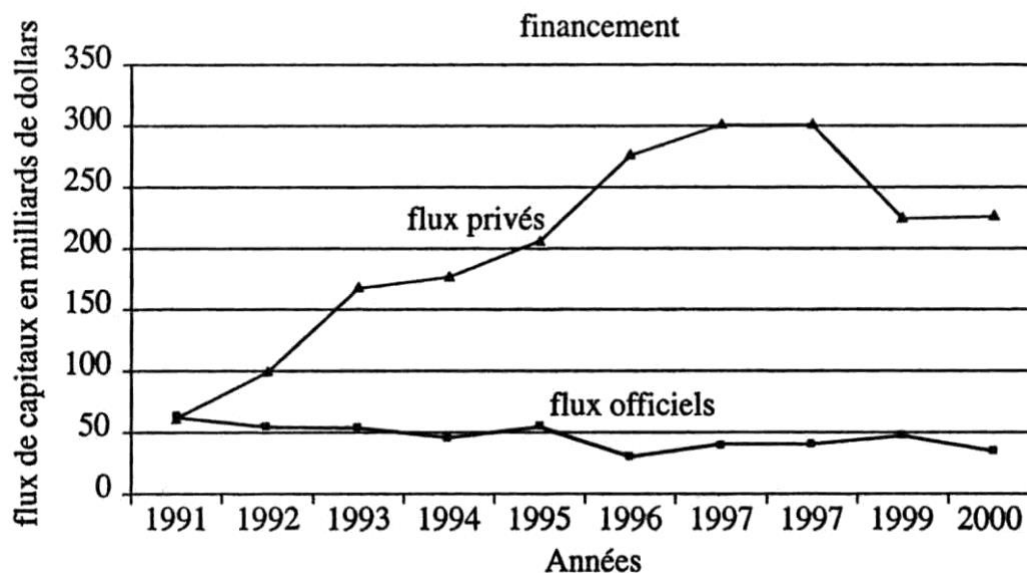
Les tendances globales observées pour l'ensemble des pays en développement masquent parfois des différences importantes selon les zones. Malgré l'absence de données désagrégées, les données du graphique 4 fournissent d'intéressantes indications sur la structure des capitaux privés dans les grandes zones géographiques. Bien que portant sur des données en moyenne annuelle, ce graphique permet de montrer que, même à un niveau agrégé, le processus d'intégration financière ne se réduit pas à une trajectoire unique que l'ensemble des pays en

développement emprunterait. Dans les zones qui comptent une proportion plus importante de pays émergents, notamment en Asie et en Amérique latine, l'évolution de la composition des flux de capitaux est marquée par la montée des flux d'investissements directs et de portefeuille. Les changements de la décennie 1990 par rapport aux décennies précédentes sont moins marqués pour l'Afrique et le Moyen-Orient, notamment

[202]

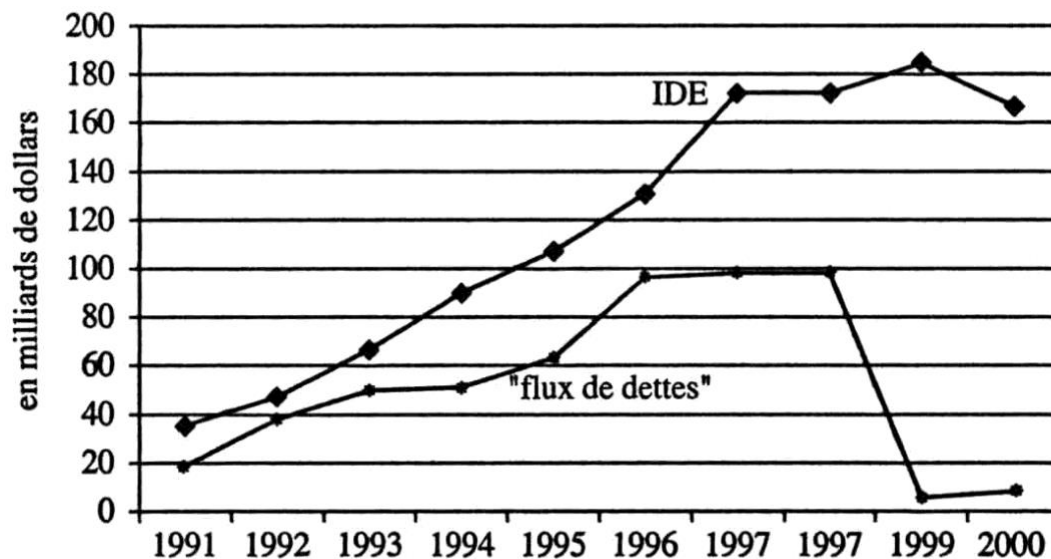
### Graphique 2.

Évolution de la structure des capitaux destinés aux PED dans les années 1990 selon la nature du financement





**Graphique 3.**  
Structure des flux capitaux destinés aux PED dans les années 1990  
selon le caractère durable ou non du financement

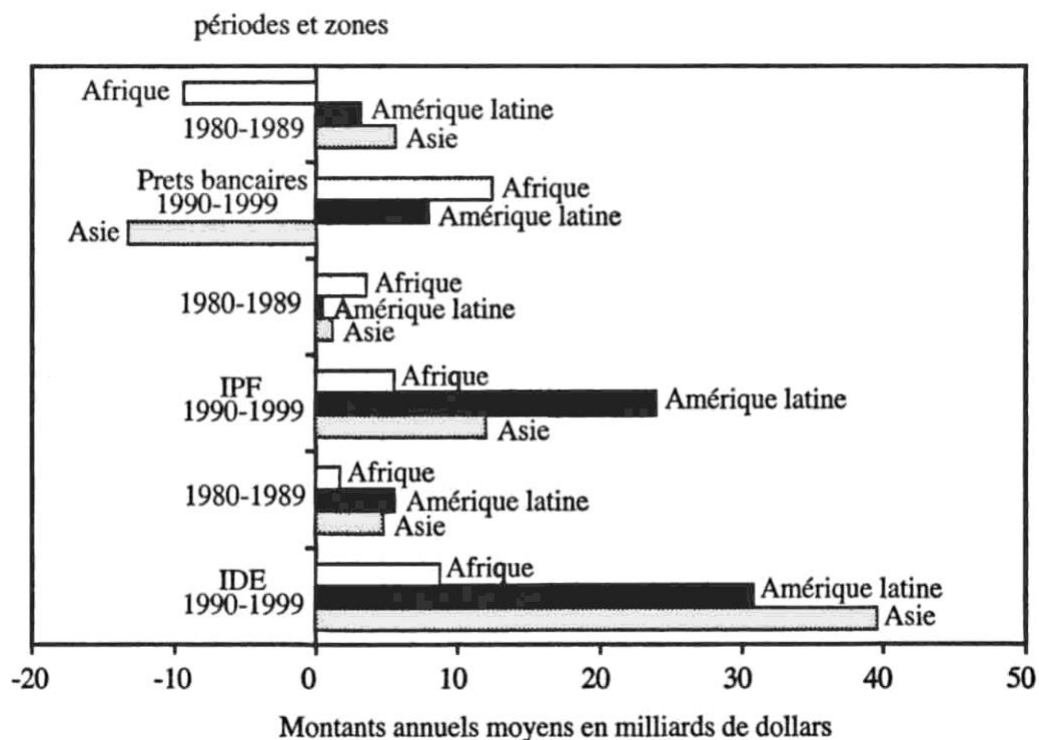


en ce qui concerne les investissements de portefeuille qui passent de 3,5 milliards à 5,5 milliards par an entre les décennies 1980 et 1990.

La différence la plus forte en termes de modalités d'insertion financière entre la zone Afrique et Moyen-Orient et celle de l'Asie en développement apparaît dans l'évolution des prêts bancaires. Leurs positions respectives se sont inversées entre les deux décennies puisque l'Afrique passe d'une situation marquée par des flux sortants nets à une situation où elle redevient un emprunteur net, alors qu'à un niveau agrégé c'est le [203] mouvement inverse qui se produit en Asie. L'Amérique latine n'a pas enregistré de retrait absolu au niveau de son insertion par la dette puisque les montants annuels de prêts bancaires n'ont pas baissé entre les deux périodes. Mais la spécificité de la zone Amérique latine est aussi celle de la montée des investissements de portefeuille attirés par les taux d'intérêt réels très élevés offerts pour financer les déficits publics et courants. Ces flux, qui étaient quasiment inexistantes dans la période 1980-1989 (de l'ordre de 400 millions de dollars par an), explosent au cours de la période 1990-1999 avec des montants avoisinant les 24 milliards de dollars en moyenne annuelle.

### Graphique 4.

Évolution comparée de la composition des flux de capitaux  
entre zones en développement



La comparaison entre les zones, à partir des données de la période 1990-1999, montre que le degré d'intégration par un même type de financement extérieur varie fortement d'une zone à l'autre :

- l'Asie en développement est plus fortement insérée que les deux autres zones en termes de financement par les IDE, malgré le rattrapage amorcé par l'Amérique latine au moment de la crise asiatique de 1997 (c'est ce que montre aussi le graphique 5) ;

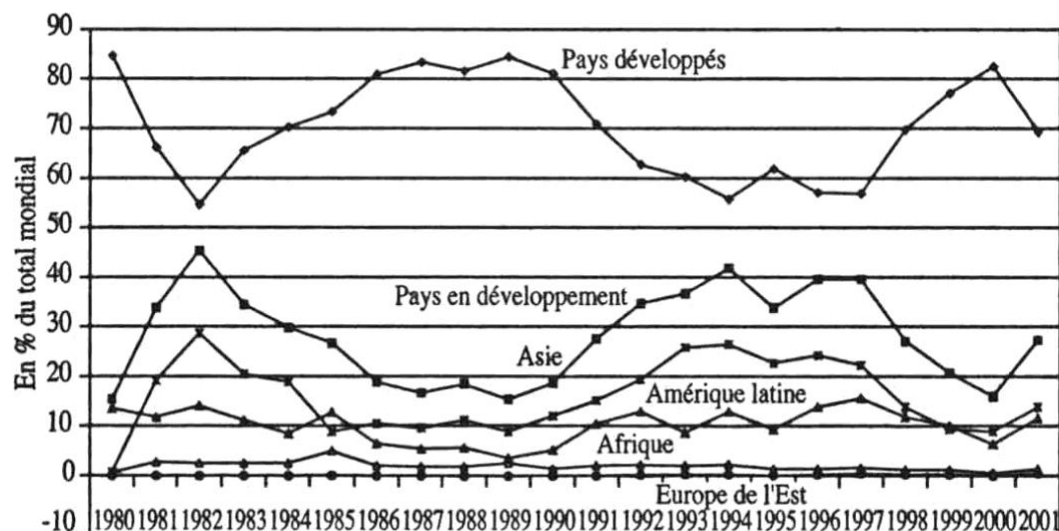
[204]

- l'Amérique latine connaît un degré d'intégration plus important que l'Asie et l'Afrique en termes de financement par les investissements de portefeuille ;
- l'Afrique est devenue la zone où l'insertion dans la finance internationale se fait le plus par l'intermédiaire des prêts bancaires.

Ces différences expliquent pourquoi on ne peut discuter de façon trop générale et globale des conséquences de la mondialisation financière sur les pays en développement. En analysant de manière plus subtile des données même agrégées, on arrive donc à mettre en évidence les inégalités d'accès aux différents types de financements internationaux. De ces inégalités peuvent être tirés des enseignements en termes d'effets de l'intégration financière sur le régime d'accumulation <sup>87</sup> dans tel pays ou telle zone.

<sup>87</sup> Dans la littérature récente consacrée aux IDE, de nombreux travaux ont traité de leur impact sur la croissance et le développement dans les pays d'accueil. Ces travaux sont dominés par ceux qui considèrent que ces capitaux sont favorables pour le développement (voir Brunsztein et De Gregorio [1995], De Mello [1997], Edwards [2000] et Soto [2000] notamment). En face d'un tel courant, ceux qui pensent que ces capitaux étrangers sont susceptibles d'entraver le développement et de provoquer de fortes inégalités sociales sont peu nombreux (Dixon et Boswell [1996], Crotty et Kelly [1999], Kentor [1999], Salama [2000], Camara [2001]). Le lecteur intéressé trouvera une présentation critique des arguments de ces deux courants dans Camara [2003].

**Graphique 5.**  
Répartition par zones des flux mondiaux d'IDE entrants entre 1980 et 2001



[205]

### *L'insertion par les flux bancaires*

En Afrique subsaharienne, les paiements d'intérêts sur la dette exprimés en pourcentage des exportations ont doublé au cours des années 1980. Se conjuguant avec le tarissement des flux privés destinés à ces pays, ce phénomène a abouti à l'enregistrement de flux bancaires nets négatifs dans la décennie 1980. Ces pays, à l'instar de tous ceux qui ont connu des difficultés de paiement du service de la dette, ont enregistré une baisse de leur capacité d'emprunt, les prêts qu'ils obtenaient servant à payer une partie des intérêts.

Le changement de signe dans les années 1990 des flux bancaires vers l'Asie traduit deux phénomènes. D'une part, jusqu'en 1997, les banques internationales avaient financé les banques locales de la région. Échaudées par la crise, ces banques internationales ne reviennent plus à la hauteur de leurs engagements antérieurs. D'autre part, à la fin de la décennie commence une évolution qui s'accroît dans les années 2000-2002, à savoir l'augmentation des flux

interbancaires dans un sens « Sud-Nord » lorsque la Chine et d'autres pays d'Asie du Sud-Est commencent à suivre l'exemple du Japon et vont placer leurs liquidités (provenant notamment des exportations en dollars) aux États-Unis, notamment en bons du Trésor.

### *Les flux liés à la dette*

C'est en Amérique latine que la crise de la dette s'est déclenchée. C'est elle qui continue toujours à représenter l'une des zones les plus insérées dans la finance mondiale par le biais des flux nés de ce type de financement, malgré la montée des flux d'investissements directs et surtout de portefeuille dans la composition des capitaux entrants.

Un raisonnement portant sur les stocks de la dette extérieure conduirait à définir l'Amérique latine comme la zone la plus endettée. Mais en focalisant l'analyse sur l'évolution des flux et sur des indicateurs de distribution des flux financiers liés au processus d'endettement, on est amené à définir l'Afrique comme la zone la plus intégrée par le biais de la dette.

Si l'on s'en tient maintenant à la seule comparaison des différentes modalités du financement extérieur dans chaque zone prise individuellement, on en vient à conclure que jusqu'à la fin des années 1980, l'Asie en développement constitue la seule [206] région ayant bénéficié d'un financement plus équilibré entre endettement et flux d'investissements avec des prêts bancaires de 5,6 milliards de dollars en moyenne annuelle contre 4,7 milliards d'IDE et 1,1 milliard de dollars d'investissements de portefeuille.

La même analyse nous conduit à caractériser l'Amérique latine comme ayant été financée, jusqu'à la fin des années 1980, davantage par des investissements directs que par des nouveaux prêts bancaires (5,5 milliards de dollars contre 3,1 milliards en moyenne annuelle).

Enfin, le cas de l'Afrique montre qu'en présence d'une forte sortie de capitaux sous la forme de prêts bancaires (- 9,3 milliards de dollars), le continent a attiré relativement plus d'investissements de portefeuille que d'IDE mais des niveaux assez faibles (3,5 milliards et 1,6 milliard en moyenne annuelle). Dans les années 1990, l'Afrique apparaît

comme davantage insérée par le biais de l'endettement (12,4 milliards de dollars contre 8,7 milliards de dollars d'IDE et 5,5 milliards de dollars d'investissements de portefeuille). Cette forme d'insertion induit des conséquences tout à fait différentes en matière de croissance et de contrainte extérieure qu'une insertion plus axée sur l'accueil des IDE et des investissements de portefeuille. La lecture des données décrivant la répartition des montants décaissés et des intérêts versés au titre de la dette extérieure permet de conforter l'hypothèse d'une insertion perverse de l'Afrique dont une bonne partie des ressources nécessaires au développement sont ponctionnées par le fardeau de la dette et n'atteignent jamais le pays.

Les données illustrent la manière dont le fardeau de la dette a pesé depuis trente ans davantage sur l'Amérique latine et l'Afrique que sur les autres régions en développement. Ce fardeau (en termes de paiements d'intérêts sur la dette) ne s'est pas allégé au cours des années 1990.

### *L'insertion par les flux d'investissements internationaux*

Les investissements directs et les investissements de portefeuille sont devenus la première forme de financement extérieur en Asie et en Amérique latine. La zone asiatique est davantage insérée par les IDE et l'Amérique latine plus par les investissements de portefeuille. Même si tous les gouvernements des pays en développement ont fortement libéralisé leur législation [207] en matière d'accueil des investissements étrangers <sup>88</sup> au cours des années 1990, ces flux se sont répartis très inégalement selon les zones et selon les niveaux d'industrialisation atteints. Ce sont les pays industrialisés qui dominent les flux mondiaux d'IDE non seulement comme pays d'origine mais aussi comme pays de

<sup>88</sup> Selon les données de la CNUCED [UNCTAD, 2000] sur la période 1991-1999, la majorité des PED ont libéralisé leurs codes d'investissement dans le but d'accueillir les IDE. En 1991, sur quatre-vingt-deux nouvelles lois adoptées par trente-cinq pays, seulement deux étaient favorables aux investisseurs étrangers. En 1999, 65 pays ont adopté 140 nouvelles lois sur l'IDE dont 131 favorables et 9 non favorables. Soit un taux de libéralisation de 93 %

destination des investissements. Mais au sein des pays en développement on voit une concentration très forte de l'IDE. Une douzaine de pays émergents d'Amérique latine et d'Asie du Sud-Est (plus la Chine) captent plus de 80 % du total des flux d'IDE destinés à l'ensemble des pays en développement. Le graphique 4 montre que la part de l'Afrique dans les flux d'IDE entrants a été marginale depuis vingt ans, inférieure à 5 %. En 1998, en raison de la crise asiatique, la part se dirigeant vers l'Amérique latine a été voisine de celle de l'Asie en développement, mais sur une période de vingt ans celle-ci a été la première zone de développement en termes de flux d'IDE entrants. L'inégalité d'accès à l'IDE par zones se double de fortes inégalités entre pays dans chaque région. Le tableau 1, qui suit, montre le caractère très concentré des IDE de chaque région dans quelques pays.

Ce tableau permet de voir la manière dont, au sein de chaque zone, les flux d'IDE se dirigent vers les économies les plus attractives. Au cours de la période 1990-2001, la zone Afrique n'est pas seulement la région la moins attractive (graphique 4), mais celle qui connaît aussi le plus fort taux de concentration des IDE, puisque sept pays ont capté en moyenne près de 72 % du total des flux entrants. Le Nigeria et l'Afrique du Sud, dont la part est élevée, ont attiré des IDE orientés principalement vers le secteur minier. La proximité géographique de l'Union européenne et les nombreux accords euro-méditerranéens expliquent l'importance relative des flux d'IDE destinés au Maroc et à la Tunisie. Au début de la décennie 1990, l'Égypte, qui attirait le plus d'IDE (28,6 % en 1990), enregistre un fort recul tout en restant le pays le plus attractif après le Nigeria. Le caractère très concentré des IDE destinés à la zone Afrique, leur relative modicité (moins de 5 % des flux

[208]

**Tableau 1.**  
Distribution intrarégionale des flux entrants d'IDE destinés à chaque zone

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Moyenne
Argentine	4,87	5,51	7,45	3,34	3,35	5,02	4,56	4,85	3,63	10,69	4,67	1,58	4,96
Brésil	9,62	6,59	9,31	6,52	6,37	14,27	20,42	25,56	35,10	26,14	34,36	26,31	18,38
Chili	6,43	4,92	4,22	5,22	7,66	9,58	8,77	7,02	5,64	8,44	3,85	6,45	6,52
Colombie	4,86	2,73	3,29	4,84	4,29	3,14	5,89	7,49	3,44	1,34	2,49	2,36	3,85
Venezuela	4,39	11,46	2,84	1,88	2,41	3,19	4,13	7,45	5,47	3,01	4,68	3,99	4,58
Mexique	32,81	34,13	36,54	33,90	44,58	30,95	18,80	18,90	14,52	11,47	15,41	28,97	26,75
G6/Total Région	62,98	65,35	63,66	55,70	68,65	66,15	62,56	71,27	67,80	61,09	65,46	69,66	65,03
Égypte	28,66	8,27	11,96	11,18	21,86	13,28	12,68	12,80	12,59	25,79	15,83	—	14,63
Maroc	6,45	10,38	13,12	13,38	9,65	9,72	7,12	15,58	3,94	7,51	2,58	—	9,30
Tunisie	3,46	5,65	15,21	14,88	9,85	8,39	7,00	5,27	7,90	3,25	9,98	—	8,74
Afrique du Sud	-3,06	8,11	0,09	0,23	6,61	27,57	16,31	35,07	6,63	13,27	11,37	—	12,53
Côte d'Ivoire	1,89	0,61	1,81	3,97	2,05	5,95	6,02	6,50	4,92	3,36	3,27	—	3,84
Nigeria	22,95	23,29	23,37	30,50	34,09	23,97	31,76	22,22	12,43	8,88	11,92	—	22,24
Sénégal	2,22	-0,24	0,56	-0,02	1,16	0,78	0,15	2,54	0,84	1,20	1,13	—	0,81
G7/Total Région	62,58	56,07	66,12	74,13	85,27	89,66	81,04	99,98	49,24	63,27	56,07	—	72,08
Chine	14,38	17,99	33,84	46,86	49,32	47,66	43,05	41,80	45,52	39,23	30,49	45,90	38,00
Inde	0,98	0,31	0,76	0,91	1,42	2,86	2,71	3,42	2,74	2,11	1,73	3,33	1,94
Indonésie	4,50	6,11	5,39	3,41	3,08	5,78	6,64	4,42	-0,37	-2,67	-3,40	-3,21	2,47
Corée	3,25	4,86	2,21	1,00	1,18	2,36	2,49	2,69	5,63	9,08	6,94	3,13	3,74
Malaisie	10,77	16,66	15,59	9,78	6,69	7,73	7,82	5,98	2,82	3,79	2,83	0,54	7,58
Philippines	2,27	2,29	2,35	2,11	2,32	1,94	1,63	1,18	1,82	0,56	0,93	1,76	1,76
Thaïlande	10,56	8,36	6,41	3,07	1,99	2,75	2,43	3,43	5,35	3,46	2,10	3,68	4,47
G7/total région	46,71	56,58	66,56	67,14	66,00	71,08	66,76	62,91	63,52	55,57	41,63	55,14	59,97

Source : Calculs à partir des données de la Cnucead ([www.unctad.org](http://www.unctad.org)).



[209]

mondiaux), leur destination à plus de 50 % vers les pays pétroliers conduisent à relativiser leur impact sur la croissance, l'emploi, la diversification des exportations et le transfert des technologies. Le caractère rentier des investissements étrangers destinés à la zone Afrique, notamment dans sa partie subsaharienne, est soulignée dans les travaux spécifiques (notamment Nils Bhinda et al. [2000]). Ces auteurs montrent qu'il existe une forte corrélation entre flux de capitaux étrangers et montée des taux d'intérêt réels dans les années 1990. Cela signifierait que l'entrée des capitaux étrangers exige un contexte macroéconomique défavorable à l'investissement local. On peut donc avancer l'hypothèse d'un rapport de substitution entre capital étranger et capital domestique plutôt que de complémentarité, ce qui infirmerait l'idée défendue par beaucoup d'économistes que l'IDE dans les pays en développement serait une source d'accumulation et un véhicule de transfert de technologie.

L'Amérique latine connaît également une forte concentration dans la répartition des IDE qui lui sont destinés. Six pays ont capté en moyenne près de 65 % des flux entrants et deux pays - d'abord le Mexique et plus tard le Brésil - ont capté certaines années chacun plus du tiers des IDE. C'est le cas pour le premier entre 1990 et 1995 et pour le second entre 1998 et 2000. La prédominance des grands pays (le Brésil, le Mexique et dans une moindre mesure l'Argentine) dans la distribution des IDE de la zone s'explique par le fait que les entreprises sont attirées par la taille des marchés nationaux et régionaux (Mercosur et ALENA). En imprimant aux processus d'intégration régionale un caractère horizontal, ils provoquent une intensification de la concurrence <sup>89</sup> [Camara, 2002]. La répartition sectorielle des IDE en Amérique latine dans son ensemble privilégie actuellement les secteurs des télécommunications, la finance, ainsi que les ressources naturelles

<sup>89</sup> Le terme « intégration horizontale » signifie que la venue des firmes étrangères dans une zone se traduit par le recours plus important à des sous-traitants situés dans d'autres régions et conduit, par exemple, à des faillites plus importantes d'entreprises locales — hier sous-traitantes des groupes anciennement implantés mais désormais absorbés ou évincés du marché local — on parle de « déverticalisation » de l'appareil productif. Une plus grande tendance des IDE à déverticaliser le système productif régional nous conduit à leur attribuer un aspect plus horizontal.

pour les pays comme le Venezuela ou le Chili [Cepal, 1999, 2000, 2001]. Ce qui permet de relativiser leur impact sur l'emploi et la croissance. Il n'y a que dans les grands pays (Mexique et Brésil) que l'IDE a eu des effets [210] « industrialisants », renforçant la production industrielle dans des filières comme la chimie, les machines électriques et électroniques, voire l'automobile [Kumar, 2002]. Cependant nous verrons plus loin que l'IDE a produit d'autres effets paradoxaux et négatifs.

La zone asiatique est marquée par la prédominance de la Chine dans la répartition de l'IDE. Ceci a constitué une véritable éviction pour les pays de l'Asean qui, dans la décennie 1980, ont capté une part élevée de l'IDE pour soutenir leur croissance et leur industrialisation [Besson-Lantéri, 1994]. En excluant la Chine, les autres pays émergents de la zone ont des parts relativement similaires. De nombreux travaux ont insisté sur le rôle clef des IDE dans l'accélération des processus d'industrialisation et la régionalisation. Leur dynamique de diffusion géographique dans la région aurait suivi le schéma dit de « vol d'oies sauvages », c'est-à-dire de vagues successives partant du Japon vers les NPI de première génération (Corée, Singapour), ensuite de ces pays vers ceux de l'Asean (Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande), puis de ces derniers vers la Chine, le Vietnam et le Cambodge. Ce mouvement aurait fait de ces capitaux le vecteur d'une intégration régionale qu'on peut qualifier de verticale. La thèse paraît plus compatible avec celle d'un rattrapage industriel rapide des pays les plus industrialisés (Singapour et Corée) par ceux de l'Asean [Camara, 2002]. La zone Asie pacifique est la région où l'IDE a produit ses effets les plus importants aussi bien en matière d'industrialisation [Kumar, 2002] que de régionalisation.

En conclusion, cette première partie a montré que la décennie 1990 est un point de rupture repérable dans la structure des capitaux destinés à l'ensemble des pays en développement, faisant bénéficier certaines régions de flux de long terme d'origine privée sous leur forme d'IDE et d'investissements de portefeuille. En approfondissant l'analyse pour les pays d'Amérique latine, nous constaterons que le nouveau régime d'insertion financière ne représente ni un facteur de stabilité de la croissance (malgré l'accroissement des flux de long terme), ni une opportunité leur permettant de desserrer la contrainte externe.

[211]

## Quelques effets pervers de la nouvelle insertion financière des pays émergents : l'exemple de l'Amérique latine

[Retour à la table des matières](#)

La nouvelle structure des capitaux destinés aux pays en développement explique l'apparition d'une part de crises financières d'un nouveau type et de l'autre, de nouvelles contraintes sur les balances de paiements. Celles-ci concernent notamment les pays émergents d'Amérique latine

### *Des crises financières d'un type différent*

Les crises financières des années 1980 diffèrent profondément de celles que les pays vont connaître dans les années 1990. Les premières s'expliquent essentiellement par l'ampleur du service de la dette externe et l'obligation des pays de la financer à partir de leurs ressources propres. Les secondes ont pour origine des contraintes financières externes extrêmement fortes.

En 1982, le Mexique ne peut plus payer sa dette. Les marchés financiers internationaux réagissent de manière brutale : les pays latino-américains, ainsi que plusieurs pays asiatiques, ne peuvent plus accéder aux crédits internationaux, à moins de signer une « lettre d'intention » avec le Fonds monétaire international (FMI). Dorénavant ils doivent financer une partie substantielle du service de leur dette à partir de leurs ressources intérieures tout en négociant le report d'une autre partie, l'amortissement du principal, avec le FMI. Ils sont contraints d'adopter une politique d'austérité (réduction drastique des dépenses publiques et forte dévaluation de la monnaie), afin d'exporter davantage et d'obtenir un solde net de leur balance commerciale permettant de dégager les devises nécessaires au financement d'une partie du service de leur dette. Au total, les exportations vont dépasser les importations de quelque

30 % et le service de la dette représentera entre 2 % et 5 % de l'ensemble des richesses produites (PIB) selon les pays et les années, c'est-à-dire davantage que ce qui avait été imposé à l'Allemagne après la Première Guerre mondiale, par le traité de Versailles, au titre des dédommagements de guerre. Les flux nets de capitaux sont inversés : l'Amérique latine exporte davantage de capitaux qu'elle en reçoit. Le prix à payer est extrêmement lourd : une dépression d'une durée de dix ans en raison d'abord de la réduction des dépenses publiques, puis de [212] la chute de l'incitation à investir ; l'hyperinflation pour de nombreux pays à la suite des dévaluations massives ; l'accroissement de la pauvreté et des inégalités. Dans un contexte d'hyperinflation, les pauvres souffrent d'autant plus de la montée brutale des prix qu'ils sont pauvres. Les économistes caractérisent d'ailleurs ce phénomène comme un « impôt inflationniste ». Le service de la dette externe est une dépense devant être budgétée dans la mesure où une grande partie de celle-ci est publique et où l'État a souvent aussi décidé de prendre en charge le risque de change de la dette privée. Face à l'insuffisance des recettes publiques et à l'obligation de réduire le déficit global alors que ces dépenses augmentent d'autant plus fortement que les dévaluations sont importantes, l'État émet des bons du Trésor et, pour les rendre attractifs, les indexe sur l'inflation ou bien sur le taux de change coté au parallèle, censé être un indicateur de l'inflation à venir. Le fort contexte inflationniste, les dévaluations annoncées par le cours parallèle, permettent ainsi à 5 % de la population, les plus riches, de s'enrichir grâce aux produits financiers indexés. La dette externe enfante une dette interne difficilement contrôlable, de plus en plus lucrative pour les banques et une faible fraction de la population. Le service de la dette a donc des effets désastreux sur la grande majorité de la population et plus particulièrement sur les catégories les plus modestes, mais un effet bénéfique pour une faible minorité. D'une manière indirecte, ceux qui ne détiennent pas de dollars paient ainsi le service d'une dette externe dont l'ampleur s'explique dans certains pays (Argentine, Venezuela mais aussi partiellement le Mexique) par la fuite de capitaux des catégories riches vers les États-Unis.

Les crises qui débutent dans les années 1990 sont différentes. La sortie de crise des années 1980 a été permise grâce à une libéralisation soudaine et brutale de l'ensemble des marchés. L'inflation a été

stoppée, la croissance a pu reprendre. Dans les premières années, la pauvreté diminue, parfois fortement comme au Brésil.

Très vite cependant, des problèmes financiers difficilement surmontables apparaissent. L'économie commence à fonctionner comme une « économie de casino », pour reprendre l'expression de Keynes. La poursuite de la croissance, même à un taux modeste, rencontre des obstacles financiers de plus en plus difficilement surmontables.

[213]

**Tableau 2.**

Évolution du taux de croissance du PIB dans les principaux pays  
(dollars de 1995)

	<i>Argentine</i>	<i>Brésil</i>	<i>Chili</i>	<i>Colombie</i>	<i>Mexique</i>
1991	10,6	1,1	7,3	1,8	4,2
1992	9,6	-0,3	10,9	3,6	3,7
1993	5,9	4,5	6,6	4,4	1,8
1994	5,8	6,2	5,1	5,9	4,4
1995	-2,9	4,2	9	4,9	-6,1
1996	5,5	2,5	6,9	1,9	5,4
1997	8	3,1	6,8	3,3	6,8
1998	3,8	0,1	3,6	0,8	5,1
1999	-3,4	0,7	-0,1	-3,8	3,7
2000	0,8	4,4	4,4	2,7	6,6
2001	-4,4	1,5	2,8	1,4	-0,4
2002	- 10,8	1,5	2,1	1,2	0,9
2003 (estimation)	5	1,8	3,5	2	2,4

Source : Cepal : Proyecciones de America Latina y Caraïbes, 2003.

La croissance a été particulièrement volatile : crise en 1995, prononcée au Mexique mais aussi en Argentine ; crise de nouveau en 1998, comme contrecoup de la crise asiatique, cette fois surtout au Brésil et de nouveau en Argentine où elle se prolonge, prenant en 2002 une dimension extrêmement grave (une chute de 11 % du PIB, plus de 50 % de la population déclarée comme pauvre) ; ralentissement sérieux de la croissance en 2002 et en 2003 au Mexique, au Brésil et dans la plupart des économies latino-américaines. La volatilité du taux de

croissance des années 1990 a une origine différente de celle de la « décennie perdue ». Dans un cas, elle est liée au service de la dette à partir des propres ressources de ces pays, dans le second cas elle est générée par la dépendance financière élevée propre au nouveau mode de croissance.

[214]

Non seulement les renversements de conjoncture sont fréquents, mais ils sont en général particulièrement prononcés de telle sorte que le profil du mouvement du PIB ressemble davantage aux cycles du XIX<sup>e</sup> siècle européen, avec leurs hausses et leurs baisses en termes absolus, qu'à ceux du XX<sup>e</sup> siècle (au moins dans les pays de l'OCDE) avec leurs accélérations et leurs ralentissements relatifs exprimés en changement de taux de croissance d'une année sur l'autre. Ce sont ces renversements de conjoncture fréquents, davantage que la médiocrité de la croissance, qui expliquent la vulnérabilité particulièrement élevée de la situation que subissent les pauvres.

### *Les effets pervers croissants de la libéralisation sur les régimes d'accumulation*

Comme nous l'avons vu plus haut, le crédit bancaire n'a plus eu qu'une importance secondaire pour les économies latino-américaines et concerne surtout les refinancements de la dette suite aux lettres d'intention signées avec le FMI (d'où leur nom : les crédits « involontaires »). Dans un premier temps, l'achat d'obligations puis d'actions, constitutifs de l'investissement en portefeuille, occupent une place importante dans les flux internationaux. Les investissements étrangers directs, marginaux dans les années 1980, connaissent un essor exceptionnel à partir du milieu des années 1990.

La libéralisation touche des pays dont le tissu économique est plus ou moins profondément atteint selon les cas par la décennie perdue. L'ouverture brutale des frontières provoque un déficit commercial, élevé dans certains pays, se substituant aux excédents des années 1980 qui résultaient eux-mêmes non de la compétitivité des produits mais du protectionnisme et de la crise. La libéralisation soudaine ne permet pas à la structure compétitive des pays de résister aux effets de l'entrée

massive de marchandises, d'autant plus qu'au désarmement douanier s'ajoute une réduction substantielle des subventions au secteur exportateur, et une politique économique marquée en général par des taux d'intérêt plus élevés. La montée rapide du déficit commercial a aussi pour cause l'appréciation en termes réels du taux de change. Il s'agit d'un résultat mécanique du succès des politiques de lutte contre l'inflation : la chute du rythme d'augmentation des prix et le maintien du taux de change nominal se [215] traduit par son appréciation en termes réels. Celle-ci facilite les importations, mais freine les exportations.

En se transformant en déficit, l'excédent commercial ne peut plus, par définition, financer le service de la dette. En revanche, la libéralisation et la déréglementation, ainsi qu'une politique de taux d'intérêt élevés vont attirer des capitaux spéculatifs (les fameux « capitaux hirondelles »). Dans un premier temps, cette entrée de capitaux assure les financements du service de la dette et du déficit de la balance commerciale. La crédibilité acquise par la nouvelle politique économique auprès des marchés financiers internationaux, est telle que les capitaux affluent, que les réserves des banques centrales latino-américaines augmentent et enfin que les monnaies nationales - en termes nominaux et réels - s'apprécient encore davantage (à l'exception de l'Argentine où le taux de change nominal est fixé par la loi jusqu'à ce que cet ancrage soit emporté fin 2001 par l'éclatement de la crise financière).

La première crise éclate au milieu des années 1990. Le déficit commercial du Mexique atteint une dimension telle (un trou de 20 milliards de dollars en 1994) que les investisseurs étrangers commencent à douter de la capacité du gouvernement mexicain à assurer l'ensemble de ses obligations. Interprétant l'annonce d'un réajustement du taux comme l'annonce d'une dévaluation, les capitaux nationaux et étrangers quittent brutalement le pays et provoquent l'effondrement du peso. La monnaie est par deux fois fortement dévaluée. Une aide massive est proposée au gouvernement mexicain par le gouvernement américain afin de faire face à cette sortie massive de capitaux. Il s'agit d'une crise d'un type nouveau : c'est la première manifestation des effets de la libéralisation brutale et massive de ces économies. Elle suscite un contexte favorable aux sorties de capitaux dans d'autres pays fragiles comme l'Argentine (effet *tequila*).

L'ouverture brutale des marchés de capitaux produit des effets négatifs forts sur l'économie réelle : stopper la fuite des capitaux impose la mise en place de taux d'intérêt astronomiques <sup>90</sup>. À défaut de ralentir les sorties de capitaux, ils paralysent la production et précipitent la récession. Les économistes redécouvrent que la vitesse de réaction de l'économie réelle est beaucoup plus lente que celle de l'économie financière. Une [216] augmentation du taux d'investissement par exemple a un effet positif sur la croissance seulement au bout d'un certain temps. La dépréciation, même importante, de la monnaie nationale à la suite de mouvements spéculatifs, ne suscite un essor des exportations qu'après un délai et encore faut-il que celle-ci soit de très grande ampleur, notamment lorsque l'économie est peu ouverte et que les produits exportés ne reposent pas uniquement sur la première transformation de matières premières. Le but des dévaluations est pourtant d'obtenir un solde commercial positif. À l'inverse, le secteur financier est très sensible aux mouvements spéculatifs et les montants qui fuient un pays de façon soudaine peuvent être très élevés. Cette sensibilité exacerbée des mouvements de capitaux se répercute avec un effet de levier considérable sur le secteur réel.

Donnons quelques exemples : lorsqu'on augmente sensiblement les taux d'intérêt (ils sont montés jusqu'à 50 % au Brésil au plus fort des attaques spéculatives en 1998) pour freiner la sortie de capitaux et tenter même de l'inverser, l'effet immédiat de cette hausse est de rendre les crédits extrêmement chers, d'augmenter le service de la dette interne de l'État et ce faisant de rendre plus difficile la réduction promise de son déficit et, enfin très rapidement, de provoquer une récession (ou l'aggraver si elle a déjà commencé) dans le secteur productif. Nous sommes donc en présence de ce qu'on peut appeler un phénomène d'*overshooting* du secteur financier sur le secteur réel. Cette différence de sensibilité est démultipliée lorsque les économies touchées restent relativement fermées. Ce qui est le cas de nombre d'entre elles, malgré l'augmentation importante de leur taux d'ouverture au cours des dix dernières années. Dès lors, un des ratios les plus significatifs à considérer n'est pas la dette externe rapportée au PIB, mais cette dette

<sup>90</sup> Donnons un exemple : le taux d'intérêt de 26 % en vigueur au début de 2003 au Brésil se traduit par un taux d'intérêt voisin de 200 % pour les crédits bancaires...



rapportée à la valeur des exportations. Dans les pays latino-américains, ce dernier ratio est très élevé puisqu'il se situe à environ 170 % dans les années 2000-2002. Dans sa dimension financière tout au moins, la crise provoquée par le retrait des capitaux s'apaise lorsque la crédibilité du gouvernement auprès des investisseurs financiers se rétablit. Ceci fait suite en général à de très fortes dévaluations et à une réduction sensible de toutes les dépenses publiques autres que celles qui financent le service de la dette. Le « rétablissement de la confiance » doit beaucoup à l'attrait de taux d'intérêt extrêmement lucratifs et à un « blindage » financier conséquent. Mais celui n'est proposé par les [217] grandes banques et le FMI qu'en échange de la poursuite de la politique de libéralisation.

Une nouvelle phase s'ouvre après les crises mexicaine et argentine de 1995. Elle se caractérise par deux traits essentiels : les soldes des balances commerciales deviennent fortement excédentaires dans certains pays et dans d'autres, le déficit baisse ; les investissements étrangers directs connaissent un essor remarquable, au Brésil et au Mexique plus particulièrement, reléguant les investissements de portefeuille (obligations, actions) à un rôle secondaire, mais cependant jamais négligeable. L'ouverture de ces économies provoque une reconfiguration du tissu industriel marquée par une diminution du poids de l'industrie par rapport à l'agriculture et à l'exploitation des matières premières. Le tissu industriel restant se modernise moyennant l'importation de biens d'équipement incorporant des technologies nouvelles. Elle est rendue moins cher par la libéralisation des échanges extérieurs et l'appréciation de la monnaie, laquelle est interrompue il est vrai par des dépréciations lors des crises financières. Ces importations, jointes à de nouvelles organisations du travail et à une flexibilité accrue de la main-d'œuvre, permettent, en dehors des récessions, une croissance soutenue de la productivité du travail qui conduit à un accroissement des exportations. Dans certains pays, le processus de restructuration va plus loin et se mue en désindustrialisation : des pans entiers de l'appareil industriel disparaissent et la croissance des exportations résulte d'une spécialisation accrue sur les produits primaires agricoles et miniers. Tel est le cas de l'Argentine et du Chili. Dans d'autres cas, comme le Mexique et de nombreux pays d'Amérique centrale, les investissements étrangers ont pour but de produire pour le marché intérieur (Mexique),

mais surtout pour le marché extérieur avec très peu de valeur ajoutée nationale (Mexique, Amérique centrale).

De manière différenciée on assiste donc soit à une réduction sensible des déficits commerciaux, soit à l'apparition de soldes commerciaux positifs (voir tableau pour le Brésil).

Aux mécanismes de sortie de capitaux liés au service de la dette, à mesure qu'elle augmente et que les primes de risque enflent, s'ajoute un élément nouveau. Ce sont les sorties de capitaux au titre du versement des dividendes aux actionnaires des entreprises multinationales. Elles représentent déjà plus du tiers de la valeur des intérêts de la dette au Brésil (voir tableau).

[218]

**Tableau 3.**  
Principaux éléments de la balance des paiements du Brésil  
(en milliards de dollars)

	1998	1999	2000	2001	2002
Balance commerciale	-6,6	-1,3	-0,7	2,6	13,1
Exportations	51,1	48	55,1	58,2	60,4
Importations	57,7	49,3	55,8	55,6	50,5
Services	-	-25,8	-25,5	-27,5	-
Dont intérêts	28,3	-14,9	-14,6	-14,9	23,2
Dividendes et profits	-11,4	-4,1	-3,3	-5	-5,5
Balance des transactions courantes	-33,5	-25,4	-24,7	-23,2	-7,5
En % du PIB	4,25	4,81	4,15	4,58	1,62
Amortissement à moyen et long terme	-29,8	-45,4	-32	-35,2	-30
<i>Total sorties</i>	<i>-63,2</i>	<i>-70,8</i>	<i>-56,6</i>	<i>-58,4</i>	<i>-37,5</i>
Compte capital net	-0,3	-0,3	0,3	0	0,5
Investissement étranger direct	28	29	32,8	22,6	15,8
Investissement de portefeuille (bons et actions)	-2	1,3	2,8	2,8	0,5
Erreurs et omission (fuites)	26,5	-6,3	-1,8	0,1	"
<i>Total entrées</i>	<i>63,2</i>	<i>70,8</i>	<i>56,6</i>	<i>58,4</i>	<i>37,5</i>
IED/transactions courantes	83,7%	114,2%	132,9 %	973%	209,6 %
Dettes externes à court, moyen et long terme	241,6	2413	236,2	226,1	223,2

Source : BACEN.

Cet accroissement des paiements de dividendes est le produit direct de l'essor des investissements directs étrangers, d'autant plus que ceux-ci se situent surtout dans le secteur des services, fortement importateur et très faiblement exportateur par définition. Les investisseurs étrangers sont attirés par les perspectives de valorisation du capital offertes par les processus d'intégration en cours en Amérique (Mercosur, ALENA principalement) et les privatisations massives dans certains pays (Mexique, Argentine). Le Brésil est un cas impressionnant puisque ces investissements se sont multipliés par dix en une décennie, ce qui fait que ce pays est aujourd'hui deux fois plus internationalisé que [219] les États-Unis, si on prend comme indicateur l'ensemble des actifs des entreprises multinationales pondéré par le PIB de chaque pays.

Même si leur poids relatif a diminué, passant pour la zone Amérique latine de 65,3 milliards de dollars en 1996 à 34,7 milliards en 2001, les investissements de portefeuille restent très importants par la place qu'ils occupent. Pour l'essentiel, ils ont fortement baissé en termes nets (solde des entrées et sorties), les entrées de capitaux servant surtout à rembourser les titres émis antérieurement. Sans eux, les remboursements seraient plus difficiles à réaliser, d'où leur importance et la pratique des taux d'intérêt élevés pour les attirer.

Les sorties de capitaux au titre cumulé du remboursement du principal de la dette, du paiement des intérêts, du versement des dividendes et des royalties sont conséquentes et sont difficiles à financer. Une partie du montant est financée par le solde positif de la balance commerciale s'il existe ; une autre l'est par les devises provenant des investissements directs en chute sur les deux dernières années ; une autre par des investissements en portefeuille, mais dont le solde net avoisine zéro en 2002, et une dernière enfin par des prêts des institutions internationales. Ces prêts coûtent moins cher. Ils contraignent surtout le pays qui les demande à poursuivre sa politique de libéralisation, laquelle est pourtant largement responsable de l'instabilité et de la faiblesse de la croissance et de son ralentissement récent.

La première difficulté conduisant à un fort ralentissement de la croissance vient des investissements directs dont le montant ne compense pas la baisse du déficit de la balance des comptes courants

(solde commercial et solde des services, principalement intérêts et dividendes). La seconde difficulté vient des modifications du contexte international.

La propension du régime de croissance mis en place dans les années 1990 à produire des crises financières est remarquable. Ses besoins de financement sont considérables. Ils sont peu maîtrisables dans leur partie financière (intérêts et dividendes, amortissement), difficiles à réduire dans leur partie réelle, sauf à pouvoir augmenter considérablement les exportations et obtenir un solde positif plus conséquent de la balance commerciale. Les capacités de financement dépendent de plusieurs facteurs, les uns continuent à engendrer des effets pervers, les autres sont très peu maîtrisables par les gouvernements de ces pays : la libéralisation du marché financier et la [220] politique de taux d'intérêt élevés, pour les premiers ; les possibilités financières des pays développés dépendant de leur conjoncture, pour les seconds. On comprend ainsi que le problème de la crédibilité des politiques gouvernementales ne se situe pas sur un plan absolu mais relatif. Il suffit par exemple que les capacités de financement se réduisent considérablement, alors même que les besoins de financement deviennent moins importants, pour que l'ampleur de la brèche entre les capacités et les besoins de financement soit de nature à susciter des mouvements spéculatifs et à provoquer une crise financière, la dépréciation de la monnaie, la hausse des taux d'intérêt, le ralentissement de la croissance. La période qui s'est ouverte depuis deux ans avec la chute des Bourses dans les pays développés, les pertes des grandes entreprises et la baisse de leur capitalisation, le ralentissement de la croissance dans l'ensemble des pays développés, ne sont pas de nature à favoriser l'essor des flux privés de capitaux.

La baisse du montant de ces flux peut être supérieure à la réduction des besoins de financement et précipiter une crise, surtout si l'arrivée au pouvoir d'un nouveau gouvernement fait douter les marchés financiers du maintien de la politique économique. C'est ce qui s'est produit quelques mois avant l'élection de Lula au Brésil, jusqu'à ce qu'il donne des gages importants au FMI quant à la continuité de sa politique par rapport à celle de son prédécesseur.

## Conclusion

[Retour à la table des matières](#)

La décennie 1990 marque une rupture dans la structure des capitaux destinés à l'ensemble des pays en développement. Elle est caractérisée par la montée des flux de long terme et d'origine privée sous forme d'IDE et d'investissements de portefeuille. Ceci masque des différences et des spécificités entre zones et entre pays de la même zone. En procédant à une différenciation par zone et par type de financements (prêts bancaires, investissements de portefeuille et investissements directs), nous avons montré que l'Afrique reste une région insérée par la dette tandis que l'Amérique latine l'est davantage par les investissements de portefeuille et l'Asie par les investissements directs. Compte tenu du fait que les IDE représentent environ les deux tiers des capitaux destinés à l'ensemble des pays en [221] développement, leur répartition entre régions en développement traduit de fortes inégalités : inégalités entre zones tendant à exclure l'Afrique et inégalités entre pays à l'intérieur de chaque zone, favorisant les pays pétroliers comme en Afrique, ou les pays à grands marchés (Brésil, Mexique, Chine). Le processus de mondialisation financière, mesuré en termes de flux de capitaux, reste circonscrit à une vingtaine de pays en développement (voir le tableau 1) et laisse en rade la majorité des pays, certains croulant aussi sous le fardeau de la dette. Même pour les pays qui participent à la mondialisation financière, l'exemple de l'Amérique latine montre qu'il s'agit d'un phénomène contradictoire, source d'instabilité et de nouvelles contraintes pour les pays qui reçoivent les capitaux.

L'équilibre entre les entrées et les sorties de la balance des paiements exige aujourd'hui la manipulation des taux d'intérêt, variable clef des politiques économiques. La hausse des taux d'intérêt, voire leur maintien à un niveau relativement élevé, est la condition nécessaire mais non suffisante pour attirer les capitaux. Mais la contrepartie est lourde. D'un côté, la hausse des taux d'intérêt accroît la vulnérabilité des banques en contribuant à abaisser la valeur de leurs actifs, en les incitant à accorder des crédits hasardeux et en augmentant le risque d'insolvabilité des débiteurs ; de l'autre, elle élève considérablement le coût des emprunts et augmente le déficit

budgétaire sans que la réduction des dépenses publiques puisse le juguler. Dans le cas de Fédérations comme au Brésil, elle affaiblit les États face au gouvernement fédéral. Les entreprises sont incitées à revoir leurs projets d'investissements à la baisse pour deux raisons, l'une liée au coût, l'autre à la possibilité d'arbitrer en faveur d'achats de bons du Trésor plus rentables que l'investissement productif. L'effet récessif de la hausse des taux d'intérêt lance un processus cumulatif vicieux : la hausse des taux aggrave les difficultés budgétaires, approfondit la récession lorsqu'elle a commencé, mais ceci conduit à une nouvelle hausse des taux et à une dévaluation/dépréciation du taux de change. Ce mouvement autoentretenu devient très difficile à arrêter et en termes de vulnérabilité sociale, ses effets sont considérables.

La logique financière introduite par le fonctionnement de l'économie sur le mode du casino tend donc à imprimer une grande instabilité à l'activité économique. Elle oblige les gouvernements à prendre des mesures ayant pour effet de ralentir la croissance, soit pour prévenir des crises financières, soit, et [222] les deux aspects sont liés, pour faire face aux effets des crises une fois qu'elles ont éclaté. La logique financière des modes d'insertion à l'économie-monde par la finance donne à la croissance un profil de « montagnes russes ». Au total, on est confronté à un type de croissance reposant sur « le fil du rasoir ».

[223]

**La finance mondialisée...****Chapitre 9**

---

“Les groupes de l’armement  
et les marchés financiers:  
vers une convention  
« guerre sans limites » ?”

**Par Luc Mampaey et Claude Serfati**

[Retour à la table des matières](#)

Ce chapitre analyse la place tenue par la finance dans les transformations du système militaro-industriel (SMI) américain et sa nouvelle configuration au début du XX<sup>e</sup> siècle. Le terme de système qui est proposé désigne un ensemble composé d’éléments interdépendants et qui possède sa propre logique de reproduction. Cette approche a été développée dans des travaux antérieurs sur le « mésosystème français de l’armement » [Chesnais et Serfati, 1990 ; Serfati, 1995 ; Mampaey, 2001]. Elle permet de dépasser l’approche en « secteurs » industriels (ou branches) qui ne permet ni de rendre compte du caractère totalement singulier de la production d’armes en ce qui concerne sa destination (un seul client ou monopsonne), ni de sa place dans la reproduction macroéconomique (le bien « armement » n’est ni un bien de production, ni un bien de consommation), et encore moins de l’entrelacement robuste et organique des groupes industriels et des institutions étatiques. Le SMI américain est un ensemble au sein duquel quatre composantes dominant : les groupes et firmes de l’armement, le département de la Défense (DoD), le Congrès et l’exécutif. Les forces

motrices du système tiennent à la fois à sa puissance propre, qui lui a permis de s'enraciner durablement dans l'économie et la société américaine et d'y mettre en place les mécanismes d'autoreproduction, mais également à la dynamique contemporaine du capitalisme, (la « mondialisation ») [224] qui donne une place singulière aux États-Unis dans la défense de l'ordre mondial [Serfati, 2001b].

Les transformations majeures qui concernent le SMI américain ont pris place dans trois domaines. Les actionnaires institutionnels et la « communauté financière » ont joué un rôle actif dans les restructurations et les stratégies des grands groupes de l'armement ; ils y exercent aujourd'hui un contrôle très majoritaire. Ensuite, les relations entre les technologies militaires et civiles se sont modifiées - en particulier dans les technologies de l'information et de la communication - dans une direction qui fournit de nouvelles opportunités aux groupes de l'armement. Enfin, les institutions politiques (surtout celles qui appartiennent à l'exécutif) ont singulièrement renforcé leurs relations avec les groupes industriels, en particulier depuis l'élection de G. Bush, et plus encore depuis le 11 septembre 2001. Ces transformations « internes » au SMI prennent place dans un nouveau contexte économique et géopolitique international. La doctrine de sécurité nationale des États-Unis, déjà formulée sous l'administration Clinton, mais qui a atteint un caractère achevé en 2002, en prend acte en mettant au centre des « intérêts vitaux » la démocratie et la défense de l'économie de marché et du libre-échange. Elle justifie sur cette base l'usage préventif - en d'autres termes *discrétionnaire* - de la force militaire [The White House, 2002]. Nous pensons que les transformations du SMI sont suffisamment importantes pour considérer qu'en ce qui le concerne, la période qui s'est ouverte avec la Seconde Guerre mondiale est aujourd'hui close. L'hypothèse proposée dans ce chapitre est que le développement du système militaro-sécuritaire américain, qui connaît depuis le 11 septembre 2001 une forte accélération, résulte de cette combinaison de transformations internes du SMI et des mutations des relations internationales.

Le chapitre montre d'abord que le mouvement très important de fusions/acquisitions des années 1990 a été organisé en relation étroite avec les exigences des « marchés » et les recommandations des analystes financiers. Les restructurations industrielles ont conduit à la



création de mégagroupes. L'intégration verticale avait pour objectif de verrouiller plus étroitement l'accès aux contrats du Pentagone. La grande majorité de ces opérations a été acceptée par les autorités de la concurrence en contradiction avec les principes (et la théorie) sur lesquels ces décisions sont fondées (maintien de la concurrence, efficacité [225] industrielle, etc.). La deuxième partie analyse les performances financières des groupes américains de la défense. Les indicateurs que nous présentons montrent que ces groupes satisfont largement leurs dirigeants et actionnaires. Le statut qui leur est assigné n'est pas celui de firmes virtuelles faisant l'objet de spéculations passagères et susceptibles d'être emportées dans des krachs boursiers. Les grands groupes de l'armement reposent sur des « fondamentaux » autrement plus solides. L'accent mis sur la « sécurité », notion qui est bien plus large que la défense, a entraîné en 2002 la création du Département de la sécurité nationale (*Homeland Security*). Il conduit à une nouvelle étape dans la *centralisation politique* qui est peut-être d'une importance comparable à celle qui fut franchie avec la création du département de la Défense (DoD) à la fin de la Seconde Guerre mondiale. L'importance des enjeux sécuritaires fournit également aux groupes de la défense des opportunités nouvelles pour le développement des *technologies de l'information et sécuritaires*. Le « bloc social » qui relie la finance, l'armement et le politique conforte le système militaro-sécuritaire en émergence. La conclusion s'interroge sur la façon dont les marchés financiers sont en train d'inscrire l'inéluctabilité de nouvelles guerres et opérations militaires dans leur horizon, de forger en quelque sorte une convention « guerre sans limites ». Cette convention n'est pas fondée sur un mimétisme autoréférentiel, mais sur l'espoir que la suprématie militaire peut permettre de maintenir aussi longtemps qu'il est possible l'économie américaine à l'abri des conséquences produites par un mode de production et de consommation « insoutenable » pour une large partie de la planète.

## Les restructurations industrielles sous la coupe de la finance

### *La finance investit l'armement*

[Retour à la table des matières](#)

Les changements intervenus dans la propriété des grandes entreprises sont une des caractéristiques majeures de ces vingt-cinq dernières années [Plihon, 2003]. Les fonds de placement (fonds mutuels, fonds de pension) sont devenus les actionnaires principaux des groupes à production industrielle. La domination des États-Unis dans ce domaine est très forte. Les actifs des [226] actionnaires institutionnels (qui regroupent les fonds de placement, les sociétés d'assurances et quelques autres institutions financières) des pays de l'OCDE étaient en 1998 à 60 % d'origine américaine.

### Une nouvelle identité boursière pour l'armement

Signe de l'engouement nouveau des investisseurs pour le secteur de l'armement depuis la déconfiture de la « nouvelle économie » et davantage encore depuis les attentats du 11 septembre 2001, plusieurs places financières ont établi un index composé exclusivement d'entreprises de ce secteur. L'index Amex Defense Index (DFI) établi le 21 septembre 2001 par le American Stock Exchange (Amex) répond à cette attente des investisseurs. Il est composé de 15 valeurs (voir tableau 1), dont les 5 premiers contractants du département de la Défense, Lockheed Martin, Boeing, Raytheon, Northrop Grumman et General Dynamics qui se partagent à eux seuls de l'ordre de 50 % des dépenses d'équipement (*procurement*). Le DFI forme un échantillon très large des entreprises à plus forte capitalisation dans le secteur de l'armement. Deux mois plus tard, la Bourse de Philadelphie emboîtait le pas en constituant son propre index de l'armement, DFX, composé de dix-huit valeurs. Certains fonds mutuels proposent désormais des portefeuilles à orientation spécifiquement « défense ».

Nous estimons que les entreprises du DFI représentent de l'ordre de 80 % des dépenses de procurement et de RDT & E du Département de la Défense et sont donc suffisamment représentatives du secteur dans son ensemble. Pour notre analyse, l'indice DFI est comparé aux indices plus larges que sont le Standard & Poor's 500 (S & P500), le Dow Jones Industrial Average, ou à des indices sectoriels. Sauf indication contraire, les données présentées dans cet article sont celles publiées par Reuters (<http://reuters.multexinvestor.com>) et *The Wall Street Journal* (<http://online.wsj.com>) entre le 13 novembre et le 10 décembre 2003. Les sources d'informations consultées classent le Top 10 de l'actionnariat institutionnel en deux groupes : les « investisseurs institutionnels » qui comprennent les banques, les assurances et les sociétés de gestion d'investissements qui détiennent généralement les parts les plus importantes du capital (fréquemment plus de 5 %), et les « fonds mutuels », souvent gérés par les précédents, avec des participations moins importantes. Les nombreux fonds de pension présents dans le capital détiennent généralement que de très petites participations (moins de 0,5 %) à titre individuel et n'apparaissent que rarement dans le top 10 des actionnaires importants (leur rôle peut cependant être important lorsqu'ils forment des blocs).

Les actionnaires institutionnels ont été très actifs dans les restructurations conduites par l'industrie d'armement américaine au cours des années 1990. Ils sont aujourd'hui massivement présents dans l'actionnariat des groupes contractants de premier rang (*prime contractors*). Le tableau 1 présente la [227] structure de l'actionnariat des quinze groupes de la défense qui composent le Amex Defense Index (DFI). Il faut noter que les investisseurs institutionnels y contrôlent une part du capital nettement plus importante que dans l'industrie des biens d'équipement, ainsi que dans l'ensemble des entreprises recensées dans l'indice S & P500. La part détenue par les investisseurs institutionnels est en moyenne de 63,94 % ; pour les entreprises de l'indice S & P500, elle atteint en moyenne 76,73 % pour les quinze entreprises qui composent le DFI, et elle est supérieure à 80 % pour sept d'entre elles. Pour Lockheed Martin, premier producteur mondial d'armement, la participation des investisseurs institutionnels atteint même 95 %. Aucun des cinq premiers groupes américains en termes de chiffres d'affaires (mais c'est aussi vrai si on prend les premiers groupes en termes de capitalisation) n'est contrôlé à ce point par les actionnaires institutionnels (pour le premier groupe américain, Wall-Mart Stores, cette proportion est de 37,42 % seulement).

Ces données sur la participation des principaux gestionnaires d'investissement américains prennent en compte leur seule participation directe dans les groupes de l'armement. Il conviendrait d'y ajouter les participations qu'ils détiennent au travers de fonds dont ils assurent la gestion. Les institutions financières ont en effet développé de nombreuses relations qui prennent la forme de participations, de délégations de mandats de gestion, etc. L'opacité produite par l'entrelacs des réseaux financiers, la densité des liens non marchands (de type interpersonnels) entre ces institutions ne simplifie pas cette prise en compte. À titre d'exemple, la reconstitution des participations « en chaîne » entre les institutions financières que nous avons faite indique que le fonds Fidelity Mgmt & Research Company qui, en novembre 2003, détenait directement 10,4 % du capital de Lockheed Martin, en contrôlait en réalité 17 % par l'intermédiaire d'une série de fonds mutuels dont il assure la gestion (il en gère quelque 426 aux États-Unis). De façon analogue, la participation du même groupe Fidelity dans Flir Systems, groupe de taille moyenne en termes de capitalisation boursière dans l'indice DFI, passe de 13 % à 23 %

lorsqu'on prend en compte les mêmes critères que précédemment. Des exemples similaires peuvent être reproduits pour les participations de toutes les principales sociétés de gestion d'investissements (les *Mutual Funds*) dans les groupes d'armement.

[228]

**Tableau 1.**

Structure de la propriété dans les groupes de l'armement aux États-Unis Amex Defense Index (DFI)

Entreprises/Secteur/Index	Symbole	% du capital détenu par des investisseurs institutionnels	Nombre d'investisseurs institutionnels	% du capital détenu par le Top 10 des investisseurs institutionnels	% du capital détenu par le Top 10 des insiders
Amex Defense Index (DFI)					
Flir Systems Inc. 1	FLIR	95,00	435	43,17	8,83
Lockheed Martin Corporation 1	LMT	95,00	1 697	62,46	0,08
Engineered Support Systems Inc. 2	EASI	86,51	396	24,61	1,17
Stewart & Stevenson Svcs Inc. 2	SVC	85,76	273	45,42	7,40
L-3 Communications Hldgs Inc. 3	LLL	84,86	899	37,90	7,13
Drs Technologies Inc. 1	DRS	83,16	373	35,15	0,59
Northrop Grumman Corporation 1	NOC	82,78	1 480	37,31	0,39
EDO Corporation 1	EDO	79,75	247	38,43	3,14
Alliant Techsystems Inc. 1	ATK	78,51	558	36,48	0,88
General Dynamics Corporation 1	GD	76,17	1 390	28,40	0,82
Raytheon Co. 3	RTN	69,90	1 324	30,06	0,00
The Titan Corporation 4	TI N	65,78	433	28,47	1,90
Boeing Co. 1	B A	65,19	1 684	31,85	0,09
Rockwell Collins Inc. 1	COL	58,41	795	33,55	0,05
United Industrial Corporation 1	UIC	44,54	131	31,96	27,73
<i>Moyenne Amex Defense Index DFI</i>	DFI	76,73	—	36,35	4,01
Secteur/Industrie (selon la classification de Reuters)					
<i>Capital Goods</i>	—	56,36	—	—	—
1/Aerospace & Defense	—	64,39	—	—	—
2/Misc. Capital Goods	—	52,28	—	—	—
<i>Technology</i>	—	47,67	—	—	—
3/Communications Equipment	—	48,00	—	—	—

Entreprises/Secteur/Index	Symbole	% du capital détenu par des investisseurs institutionnels	Nombre d'investisseurs institutionnels	% du capital détenu par le Top 10 des investisseurs institutionnels	% du capital détenu par le Top 10 des insiders
4/Computer Networks	—	51,96	—	—	—
5Conglomerate	—	60,41	—	—	—
Top5, Corporations	WMT	37,42	3 350	14,81	0,52
Wal-Mart Stores, Inc.					
General Electric Compagny	GE	52,62	3 825	18,97	0,10
Exxon Mobil Corp	XOM	52,27	3 668	19,08	0,05
General Motors Corporation	GM	73,79	1 390	45,05	0,32
Ford Motor Compagny	F	34,34	1 288	14,83	1,08
S&P 500	GSPC	63,94	—	—	—

Note : les exposants à la suite des noms d'entreprises renvoient aux secteurs/industries auxquels celles-ci appartiennent.

[229]

### *Concentration verticale et pouvoir relationnel*

Le déclin continu des dépenses militaires depuis 1986 (il se poursuivra jusqu'en 1998) a convaincu le département de la Défense (DoD) qu'il ne pouvait plus garantir des contrats à un nombre de groupes contractants de premier rang (*prime contractors*) aussi élevé que durant la période de « vaches grasses » de l'administration Reagan. En janvier 1993, le secrétaire adjoint du DoD, William J. Perry réunit donc les dirigeants des principaux groupes pour leur demander de fusionner leurs activités. Le résultat a été particulièrement spectaculaire, comme l'indique la figure 1.

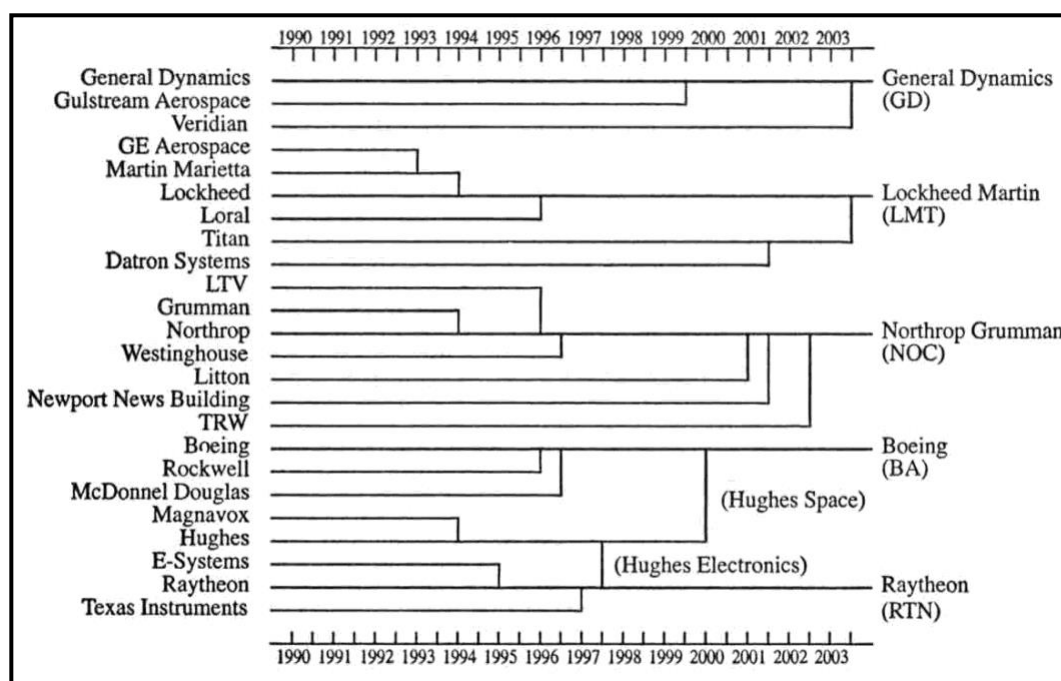
Le DoD a laissé le processus de concentration à la responsabilité des actionnaires, au moins jusqu'à l'avis défavorable rendu en 1998 par le département de la Justice contre le projet d'acquisition de Northrop Grumman par Lockheed Martin pour un montant de 8,3 milliards de dollars. Depuis 2001, les fusions entre les contractants majeurs ont à nouveau accéléré avec l'acquisition de Newport News Building et de TRW par Northrop Grumman en 2002, pour des montants de respectivement 2,6 et 7,8 milliards de dollars, et plus récemment l'acquisition de Veridian par General Dynamics (pour 1,2 milliard de dollars) et l'offre (en cours en novembre 2003) de rachat de Titan par Lockheed Martin.

Les institutions qui composent le capital financier ont donc été, avec l'assentiment du DoD, des agents actifs du processus de concentration de l'industrie d'armement. Les investisseurs institutionnels ont été aidés par les cabinets d'analystes et de conseils, les banques d'investissement, les « faiseurs d'opinions » des marchés financiers (pour une analyse de la nouvelle configuration du capital financier des États-Unis qui résulte de l'osmose entre les institutions financières et la « communauté financière », voir [Roturier et Serfati, 2003]). L'objectif fixé était la maximisation des plus-values boursières qui pouvaient être tirées des cessions/acquisitions d'actifs. Les montages industriels se sont multipliés. On a vu ces membres de la « communauté financière » s'enthousiasmer pour ce « meccano industriel » qui n'avait rien à



envier à celui construit en France par les agences étatiques et les dirigeants des groupes (nationalisés ou pas) au cours des trois dernières décennies. Les dirigeants des groupes ont également participé à [230] la construction de ces meccanos, dont ils ont tiré d'importantes incitations financières (stock-options et autres).

**Figure 1.**  
Les concentrations dans l'industrie de l'armement aux États-Unis, 1990-2003



Source : Adapté et complété par les auteurs à partir de *The Economist*, 20 juillet 2002.

Sur la période 1992-2002, les opérations de fusions-acquisitions ont atteint un montant de 136 milliards de dollars [SIPRI, 2003 et actualisation des auteurs]. Les cabinets et les dirigeants ont préconisé un renforcement de l'intégration verticale des groupes de la défense en affirmant qu'elle produirait une plus grande efficacité industrielle et technologique. Au début des années 1990, les mouvements de désengagement d'activités considérées comme périphériques ont été nombreux dans la production d'armes. Des groupes à production

principalement automobile (General Motors, Ford, Chrysler), informatique et électronique (IBM, Unysis, Texas Instruments, General Electric, IBM, Unysis), de même que certains groupes très présents sur d'autres marchés publics tels que Westinghouse (nucléaire et ingénierie), ATT (télécommunications), ont cédé leurs actifs défense. Ceux-ci ont été acquis, pour l'essentiel par les grands groupes intégrateurs de systèmes d'armes et qui sont les maîtres d'œuvre principaux du DoD. Le processus de concentration dans l'industrie d'armement américaine s'est donc déroulé sur un axe vertical, puisque ces groupes qui conçoivent et assemblent les [231] systèmes d'armes ont acheté des firmes produisant des sous-systèmes et des composants complexes.

Ce processus est-il en phase avec les conclusions de la littérature consacrée à la gestion des entreprises ? Celle-ci a souligné que, depuis le début des années 1980, un objectif stratégique des groupes a été le « recentrage » sur les métiers qui mobilisent leurs « compétences foncières ». Le recentrage est un processus qui a suivi trois étapes : un désengagement d'activités jugées secondaires ou non rentables dans les années 1980, une croissance externe et enfin des concentrations transnationales [Batsch, 2002]. Or le schéma de concentration verticale qui est observé dans l'industrie d'armement agglomère dans un même ensemble des compétences aussi diverses que celles nécessaires à l'intégration-système, la production d'équipements eux-mêmes très différents (électroniques, propulsifs, etc.) et finalement à la production de modules (ou « composants »). Il ne correspond au modèle stratégique dominant qu'à la condition de considérer que la filière technologique de la production d'armes constitue dans sa totalité un métier spécifique, ce qui expliquerait ce « recentrage » sur les « métiers de l'armement » par les groupes contractants, et le désengagement de ces métiers par d'autres. Ceci revient alors à admettre la singularité de l'activité (du métier) non seulement de l'intégrateur-systèmes, mais également de producteurs de sous-systèmes, voire même de modules que les groupes intégrateurs ont acquis.

On vérifie une fois de plus que les trajectoires technologiques sont largement déterminées par les facteurs institutionnels et l'action des groupes sociaux [Serfati, 2001a]. En effet, la littérature académique n'a pas manqué de souligner, en contradiction avec cette intégration verticale que, depuis les années 1990, les technologies conçues et

produites à des fins civiles sont fréquemment mises en œuvre pour produire les composants et les sous-systèmes intégrés dans les nouvelles générations de systèmes d'armes<sup>91</sup>. Les discours sur les « technologies duales » (on qualifie ainsi celles qui sont utilisées pour les productions militaires et civiles) se sont multipliés dans les années 1990. Ils sont même allés de pair chez certains avec la croyance que ces technologies, ensemble avec d'autres facteurs [232] (par exemple les réformes de gestion du *procurement*) conduiraient à la lente dissolution des systèmes militaro-industriels. En quelque sorte, une attrition du SMI par « obsolescence technologique », les firmes civiles se situant désormais à la frontière technologique.

En fait, la priorité donnée à la concentration verticale par les groupes contractants répondait plus prosaïquement à la volonté de renforcer ce que l'économie industrielle nomme le « pouvoir de marché ». Le contrôle de l'ensemble de la filière technologique nécessaire à la production de systèmes d'armes renforce les barrières à l'entrée contre d'éventuels concurrents. Il rend très difficile l'émergence de nouveaux groupes intégrateurs qui pourraient obtenir un statut de contractants de premier rang et place donc les firmes civiles produisant des sous-systèmes souvent complexes dans une situation de dépendance vis-à-vis des groupes donneurs d'ordre de la défense. Or, les marges les plus rémunératrices sont produites par les activités d'intégration des systèmes. Elles résultent au moins autant des compétences technologiques et organisationnelles que de la situation confortable et de l'opacité produites par la relation de monopole bilatéral (un seul vendeur, le groupe intégrateur, et un seul client, le DoD) qui existe dans l'industrie de défense. L'augmentation, par les groupes contractants de premier rang, de leur « pouvoir relationnel » - terme qu'il faut en fait préférer dans cette industrie à « pouvoir de marché » - a été, avec les plus-values boursières et les honoraires perçus par les cabinets-conseils, le motif essentiel de ce « meccano industriel ».

<sup>91</sup> De nombreux fournisseurs de deuxième rang (sous-systèmes) et troisième rang (composants) produisent souvent à la fois pour des utilisateurs militaires et civils. À leur niveau, un certain degré de diversification existe.

### *Réenclavement et surcapacités industrielles*

Finalement, loin d'aboutir à la fin de la singularité de la production d'armes, les restructurations des années 1990 ont aux États-Unis entraîné un « réenclavement » de l'industrie d'armement [Markusen, 1998] et ont conduit les groupes contractants à une dépendance très importante vis-à-vis de la production d'armes et des contrats passés avec le Pentagone. La part du militaire dans le chiffre d'affaires atteint des proportions considérables pour les premiers groupes américains de l'armement <sup>92</sup> (tableau 2).

[233]

Les promesses que les restructurations permettraient d'améliorer les performances industrielles ont été démenties. Les groupes contractants de premier rang maintiennent aujourd'hui encore des surcapacités de production importantes et affichent, en matière de réduction des coûts pour le client (le Pentagone), des résultats très éloignés des objectifs qui avaient servi à « légitimer » ces fusions [Gholz, Sapolsky, 1999]. On constate donc que la compétence des analystes et conseils en gestion n'a d'égale que celle qui les conduisait à considérer Enron comme le modèle d'excellence en matière de gouvernance d'entreprise. Les restructurations des groupes de l'armement ont en effet aggravé leurs comportements bureaucratiques et les études de benchmarking indiquent qu'ils ont de sérieux retards dans le domaine de l'efficacité industrielle [Velocci, 2003].

À la fin de 1996, la crainte que ces groupes n'accaparent un pouvoir excessif incita le DoD à créer un groupe de travail pour comprendre les enjeux et les conséquences de cette concentration verticale qui contredisaient les prescriptions des théories. Le DoD n'en accepta pas moins la grande majorité de demandes formulées (sur la perplexité du courant des « économistes de la réglementation » face au « cas » de la défense, voir Kovacic et Smallwood [1994]). Entre mars 1994 et août

<sup>92</sup> Le processus est assez proche en Grande-Bretagne. En revanche, l'activité militaire du groupe EADS ne représente que 20 % de son chiffre d'affaires (grâce à la production d'Airbus), mais ceci ne doit pas cacher, en France, la focalisation sur le militaire des principaux contractants (à commencer par Thales).

2001, sur un nombre de 169 transactions examinées par les autorités de régulation dans l'industrie de défense, seulement deux ont fait l'objet d'un refus et seize d'une autorisation assortie de certaines modifications dans l'opération de fusion-acquisition. Un examen des fusions-acquisitions montre que « en contraste prononcé avec leur attitude offensive dans de nombreux autres secteurs de haute technologie, les autorités antitrust ont été remarquablement passives (*hands-off*) dans leur traitement de fusions et consolidations dans l'industrie nationale de la défense » [Crandall, 2002, p. 24]. La confiance dans la « rationalité » industrielle est ainsi résumée par le sous-secrétaire adjoint en charge de la politique industrielle lors d'une de ses auditions devant la commission des forces armées de la chambre des représentants : « Nous croyons que les entreprises sont suffisamment motivées par leur intérêt pour la défense et l'engagement de leurs actionnaires à favoriser l'innovation et la réduction des coûts sans intervention gouvernementale

[234]

Tableau 2. - Chiffre d'affaires, résultat et emploi  
 DANS LES PRINCIPAUX GROUPES DE L'ARMEMENT AUX ÉTATS-UNIS  
 (chiffre d'affaires et résultat en millions de dollars, emploi en unités)

Nom	Symbole	Chiffre d'affaires			Résultat net après impôts	Emploi total
		Total	Défense	% Défense		
Lockheed Martin Corporation	LMT	26 578	23 337	87,8	533	125 000
The Boeing Company	BA	54 069	22 033	40,7	2 319	166 000
Raytheon Company	RTN	16 760	15 291	91,2	755	76 400
Northrop Grumman Corporation	NOC	17 206	12 278	71,4	697	117 300
General Dynamics Corporation	GD	13 829	9 800	70,9	1 051	66 900
L-3 Communications Holdings	LLL	4 011	3 581	89,3	212	27 000
Alliant Techsystems, Inc.	ATK	2 172	1 820	83,8	129	12 000
The Titan Corporation	TTN	1 392	1 320	94,8	-8	9 900
Rockwell Collins, Inc.	COL	2 492	1 115	44,7	236	14 500
DRS Technologies, Inc.	DRS	676	608	90,0	32	3 750
Steward & Stevenson Serv., Inc.	SVC	1 176	440	37,4	11	3 600
Engineered Support System	EASI	408	392	96,0	28	2 412
EDO Corporation	EDO	329	296	90,0	14	1 931
United Industrial Corporation	UIC	259	—	—	4	1 600
FLIR Systems, Inc.	FLIR	261	—	—	42	480
<i>Amex Defense Index (DFI)</i>	<i>total</i>	<i>141 618</i>	<i>92 311</i>	<i>—</i>	<i>6 054</i>	<i>628 773</i>

Note : les entreprises sont classées selon leur chiffre d'affaires « défense » - : donnée non disponible.

Sources : Defense News et The Wall Street Journal.

[235]

excessive » [Ciardello, 2002]. La remarquable concentration déjà illustrée par la figure 1 a pourtant conduit à une forte réduction du nombre de contractants par type d'équipement et à la formation de groupes qui sont de fait en position de monopole sur des segments importants [USGAO, 1998]. Ceci ne semble pas avoir inquiété le Pentagone, mais a ravi les « marchés ». Les actionnaires institutionnels (fonds de pension, fonds mutuels), toujours en quête d'innovations lorsque celles-ci permettent de faire monter les cours boursiers et d'espérer empocher quelques plus-values, ont validé les recommandations de restructurations industrielles proposées par la « communauté financière » des analystes, cabinets et dirigeants des groupes.

La formation de groupes géants de la défense aux États-Unis a permis à l'industrie américaine de consolider un peu plus sa domination mondiale. L'écart s'est certes creusé avec les groupes européens, seuls concurrents véritables, et pour un ensemble de raisons, le processus en cours est celui d'une *transatlantisation* de la production d'armes [Serfati, 2003]. Nous ne sommes certes pas dans la situation de monopole mondial envisagée par certains chercheurs américains [Kapstein, 1994]. Cependant, d'une part les groupes européens d'armement dépendent des budgets américains de R&D à un degré important, d'autre part le renforcement des lois sur la propriété intellectuelle par l'Office of Defense Trade Control risque de limiter l'utilisation qu'ils pourraient faire de compétences acquises dans le cadre de programmes menés en coopération ou de co-entreprises. Plus généralement, les programmes militaires demeurent des éléments très importants de la politique industrielle et, dans certains domaines technologiques (ceux liés aux TIC, mais également aux biotechnologies), ils pourraient même voir leur rôle s'accroître.

## Des « fondamentaux » solides

### *Anticipations autoréalisatrices*

[Retour à la table des matières](#)

L'attraction des « marchés » pour l'industrie d'armement ne commence pas avec l'« effet d'aubaine » produit par le 11 septembre 2001. Entre 1990 et 1997, au moment des fortes restructurations, les valeurs des vingt premières entreprises de la défense ont presque quadruplé, alors que l'indice des valeurs [236] industrielles S&P 500 se contentait de doubler seulement [Delétang, 1998]. Pourtant, au cours de cette période, la décroissance des budgets militaires engagée à partir de 1986 se poursuivait. Ainsi, ni les prétendus « dividendes de la paix » récoltés grâce à cette baisse des dépenses militaires et la disparition de l'URSS, ni la présence d'une administration démocrate (à partir de 1992), généralement plus prudente en matière de dépenses militaires, n'ont assombri l'optimisme des « marchés » face aux restructurations en cours. Ce n'est guère une surprise, parce que d'une part la « logique industrielle » des concentrations était de renforcer le pouvoir relationnel des groupes principaux contractants et donc d'augmenter le volume de commandes pour les grands groupes contractants, et d'autre part les dirigeants et les actionnaires des groupes anticipaient une augmentation des dépenses consacrées à la R&D et à la production de systèmes d'armes.

Ces anticipations étaient-elles aussi « autoréalisatrices », elles n'avaient pourtant rien à voir avec la formation de « bulles » telles qu'on les observait sur les marchés financiers. Le statut qui est assigné aux grands groupes de l'armement n'est évidemment pas semblable à celui des firmes qui émettent des « obligations de pacotille » (*junk bonds*) ou des sociétés ressortissant de la « convention Internet », dont l'évaluation boursière et les plus-values provisoires qu'elles ont procurées dans la période de « nouvelle économie », ont bien souvent reposé sur le nombre de « clics » opérés par les internautes [Boyer, 2002]. Les « fondamentaux » des grands groupes contractants qui ont leur racine dans la permanence du rôle de la défense, sont autrement plus solides.



Pourtant à partir de 1997, les cours des entreprises de l'industrie d'armement, ont commencé à baisser, la baisse étant d'ailleurs essentiellement concentrée sur les grands groupes. Ce mouvement de repli des cours, qui survient après la forte hausse qui vient d'être rappelée, s'explique en partie par les résultats désastreux produits par les mégafusions. Mais la baisse des cours des grands groupes de la défense, s'explique aussi pour d'autres raisons. L'exubérance des marchés financiers américains qui se déchaîne après la crise asiatique (1997), et dont on mesure aujourd'hui le caractère totalement démesuré par rapport à la situation réelle des entreprises américaines, se traduit par un engouement pour les sociétés de la nouvelle économie. Elle relègue momentanément au second rang la « vieille [237] économie », dont les titres de la défense font partie. Ensuite, cette baisse des cours des grands groupes sonnait comme un rappel de l'impatience des actionnaires des groupes de l'armement et de la « communauté financière » à voir leurs espoirs se réaliser en matière de budget militaire.

Il est intéressant de noter que le département de la Défense s'est très officiellement inquiété de cette baisse. Ses responsables attribuent l'effondrement de certains cours à des comportements « courts-termistes » des « marchés » et rappellent que rien ne justifie ce comportement pour une industrie de « long terme » comme celle de la défense. Ils déclarent en même temps que la baisse des cours boursiers est une menace contre la vigueur d'une « industrie vitale pour la sécurité nationale des États-Unis » [Wall, Velocci, 1999]. De fait, à partir de 1998, le budget de la défense cesse de baisser à l'initiative de l'administration Clinton. Dès 1999, le budget militaire, en particulier les dépenses consacrées à la R&D et à la production (figure 2), enregistre une augmentation spectaculaire, puisque l'administration propose une augmentation de 110 milliards de dollars sur la période 1999-2003. Le mouvement à la hausse des budgets militaires est donc bien antérieur à l'élection de G. Bush et au 11 septembre 2001. Il faut quelque temps avant que le programme d'augmentation des dépenses militaires décidées par Clinton rassure les marchés et n'apparaisse pas comme un heureux accident (figure 3). La hausse des cours reprend finalement quelques mois avant le 11 septembre 2001, dans un contexte d'effondrement de Wall Street et plus encore du Nasdaq.

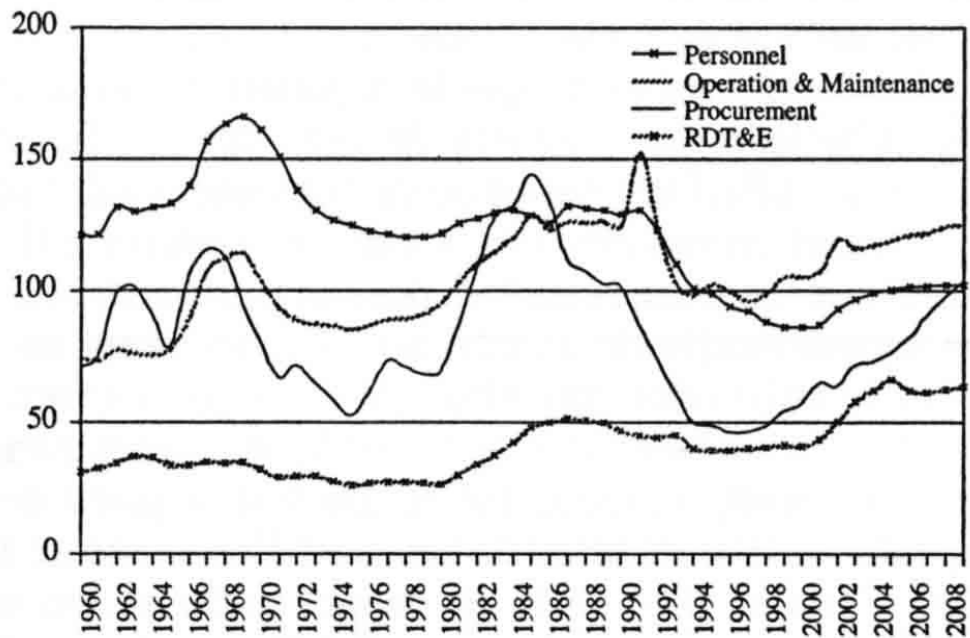
*Les dividendes de la guerre*

Depuis 2001, les analystes financiers ont progressivement doté le secteur de l'armement d'une identité propre, alors qu'il était jusqu'il y a peu dilué dans des secteurs et indices plus larges (voir encadré 1). De fait, l'attraction exercée par les groupes de l'armement est indéniable. La figure 3 compare les performances de l'indice DFI (composé de quinze entreprises majeures du secteur de l'armement), à celles des trois principaux indices boursiers américains : l'indice général des valeurs industrielles Dow Jones Industriel Average (DJ Industrial), le Standard & Poor's 500 (S&P500), et l'indice des valeurs technologiques (Nasdaq). La base de comparaison est un indice égal

[238]

**Figure 2.**

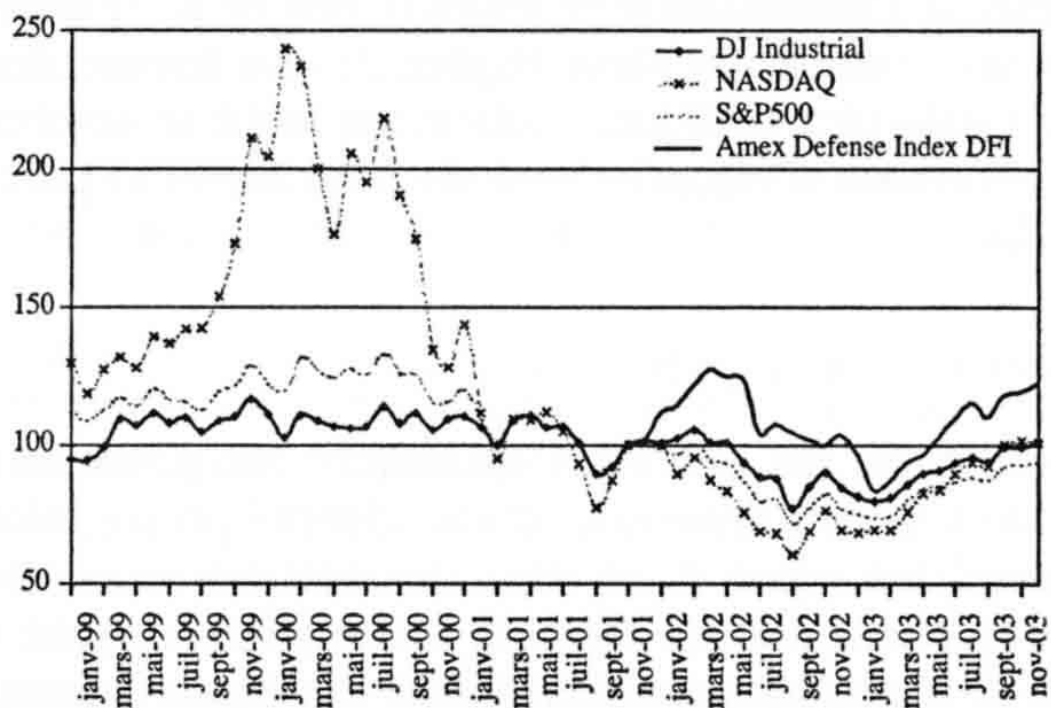
Répartition des dépenses militaires aux États-Unis, 1960-2009  
 (DoD Budget Authority, en milliard de dollars constants, aux prix FY2004)



Source : US Department of Defense [2003], *National Defense Budget Estimates for FY2004*, Office of the Under Secretary of Defense (Comptroller), mars 2003.

**Figure 3.**

Comparaison de l'évolution des indices Dow Jones Industrial, NASDAQ, S&P 500 et DFI, du 1er janvier 1999 au 9 décembre 2003 (novembre 2001 = 100)



*Note* : La courbe de l'indice DFI, bien que celui-ci ait été lancé le 21 septembre 2001, ne débute que le 19 novembre 2001, première date pour laquelle nous disposons de données.

*Source* : auteurs à partir NYSE et Nasdaq.

[239]

à 100 en novembre 2001, premier mois pour lequel une valeur historique est disponible pour le DFI. L'« effet Twin-Towers » est nettement perceptible : la hausse de ce nouvel indice spécifique « défense » est rapide et soutenue jusqu'en avril 2002, puis recule au cours des mois suivants. Le retournement à la hausse se produit en mars 2003 lorsque la guerre contre l'Irak est engagée. La certitude d'une « guerre courte » sur le plan militaire, qui avait également été souhaitée par l'économiste en chef au FMI <sup>93</sup>, couplée à la perspective d'engagements militaires qui se profilent en application de la nouvelle doctrine de sécurité nationale, a redonné confiance aux investisseurs, entraînant même dans son sillage en 2003 - quoiqu'à bonne distance - l'ensemble des valeurs de Wall Street et du Nasdaq.

Nous avons reconstitué les données qui permettent une comparaison sur la période 1997-2002 (tableau 3). La progression des valeurs des groupes qui composent l'indice DFI est très supérieure à celle des autres indices particuliers et du marché en général. Sur cette période de cinq ans, sept des quinze entreprises du DFI affichent des gains supérieurs à 100 % (compris entre 114 % et 788 %), alors que la (contre-)performance générale du marché américain (mesurée par le DJ US Total Market Index) s'établit à - 6,03 %. La progression des cours des entreprises DFI est également supérieure à celle de nombreux autres secteurs de l'industrie manufacturière mesurés par les indices Dow Jones sectoriels. On remarquera que les sept entreprises de l'armement les plus performantes sont largement impliquées dans les technologies de l'information et des communications (TIC), tandis que les cinq groupes contractants de premier rang qui ont réalisé des acquisitions massives entre 1993 et 1997, sont dans une position moins confortable. Leurs piètres performances tiennent essentiellement aux difficultés consécutives à ces acquisitions. Mais tel était pour ces grands groupes (Lockheed Martin, Boeing et Raytheon) le prix à payer pour renforcer sur le long terme leur pouvoir vis-à-vis du département de la Défense.

<sup>93</sup> L'économiste a déclaré qu'une guerre courte avec l'Irak « pourrait avoir un effet positif [sur l'économie mondiale] parce qu'il y aurait alors clarification de la situation ». Cité dans A. FRIEDMAN, *IMF Chief Sees Upside of a Short War in Irak* (Le directeur du FMI voit le bon côté d'une guerre courte avec l'Irak), *International Herald Tribune*, 20 septembre 2002.

[240]

La dernière colonne du tableau 3 (évolution des valeurs boursières entre le 10 mars 2000 le 10 décembre 2003) est également révélatrice de l'attrait du secteur de l'armement. Le Nasdaq a atteint son sommet historique le 10 mars 2000, à 5 060,34 points, avant d'entamer la chute vertigineuse qui le conduira à sa valeur la plus basse de 1 116,76 points le 10 octobre 2002. Imaginons un investisseur avisé et perspicace, ou simplement chanceux : pressentant le désastre de la « nouvelle économie », il s'en retourne prudemment vers la « vieille économie » de l'armement. Pour un portefeuille composé d'une action de chacune des entreprises de l'index DFI, il aurait réalisé 44 mois plus tard une plus-value de 110,81 %. S'il avait au contraire misé sur les valeurs du « bon père de famille », les 20 *blue-chip* - ou valeurs de 1<sup>er</sup> ordre supposées coupler un haut rendement et un faible risque - qui composent l'index *Amex Major Market Index* (XMI), l'opération se serait soldée à la même date par une moins-value de - 2,19 %.

***Des performances boursières élevées,  
des risques limités***

La satisfaction affichée par les actionnaires vis-à-vis des groupes de la défense avait déjà été observée dans des études antérieures. Higgs et Trevino ont calculé que sur une longue période (1970-1989), les performances boursières (mesurées par l'évolution des cours) des groupes de la défense ont été nettement supérieures à celles de l'indice S&P 500. Ceci est vrai quel que soit le nombre de firmes de la défense (de 5 à 50) qui est pris en compte. À titre d'exemple, alors que l'indice S&P 500 a progressé de 12,51 % par an sur la période 1970-1989, les titres des dix premiers contractants du DoD ont progressé de 17,46 % par an, et celui des cinquante premiers contractants de 16,24 % par an [1992]. Trevino et Higgs expliquaient ces bonnes performances boursières par un taux de rentabilité du capital investi dans la production par les groupes de l'armement supérieur au taux de rentabilité du capital moyen des entreprises qui composent le S&P.

Les données collectées nous conduisent à des conclusions différentes pour la période récente (1998-2002). Certes, on l'a vu, leurs

performances boursières se situent au-dessus de la moyenne. En revanche, sur la base de calculs que nous avons

[241]

**Tableau 3.**  
Les performances boursières des groupes de l'armement

	<i>3 mois</i>	<i>12 mois</i>	<i>5 ans</i>	<i>gain/action du 10/03/00 au 10/12/03</i>
<i>Amex Defense Index (DFI)</i>				
Engineered Support Systems Inc	30,37 %	128,86 %	788,25 %	1 337,20 %
The Titan Corporation	22,90 %	107,98 %	384,08 %	- 37,71 %
FLIR Systems Inc	29,01 %	57,06 %	236,43 %	612,42 %
Drs Technologies Inc	5,19 %	-9,40 %	206,22 %	205,51 %
EDO Corporation	- 2,01 %	7,44 %	162,09 %	247,82 %
Alliant Techsystems Inc.	9,68 %	- 7,38 %	141,46 %	244,69 %
L-3 Communications Hldgs Inc.	- 0,62 %	10,01 %	114,08 %	113,20 %
United Industrial Corporation	- 0,53 %	12,73 %	72,15 %	88,61 %
General Dynamics Corporation	0,16 %	4,64 %	52,48 %	116,48 %
Stewart & Stevenson Svcs Inc.	- 24,97 %	3,10 %	31,44 %	36,32 %
Northrop Grumman Corporation	0,21 %	-2,19 %	19,56 %	98,87 %
Boeing Co.	7,68 %	17,13 %	13,60 %	19,58 %
Rockwell Collins Inc.	1,97 %	29,75 %	0,00 %	16,37 %
Lockheed Martin Corporation	- 7,22 %	- 7,29 %	-2,90 %	186,91 %
Raytheon Co	- 11,49 %	1,52 %	-48,18 %	44,79 %
<i>DJ U.S. Total Market Index</i>	4,82 %	19,59 %	-6,03 %	—
DJ Aerospace	4,25 %	16,92 %	4,01 %	-
DJ Land Transportation Equipment	1,68 %	63,75 %	81,97 %	
DJ Advanced Industrial Equipment	5,74 %	40,39 %	- 20,05 %	
DJ Communications Technology	13,21 %	64,25 %	-43,14 %	
DJ Automobile Manufacturers	13,55 %	30,01 %	- 42,24 %	—
DJ Oil Companies, Major	0,95 %	10,21 %	7,80 %	—
DJ Industrial, Diversified	2,57 %	20,11 %	17,26 %	
<i>Résultat pour un portefeuille DFI (10/03/2000 -10/12/2003) <sup>1</sup></i>				<i>110,81 %</i>
<i>Résultat pour un portefeuille XMI (10/03/2000 -10/12/2003) <sup>2</sup></i>				<i>-2,19 %</i>

1. Portefeuille composé d'un même nombre d'actions de chacune des quinze entreprises qui composent l'Amex Defense Index (DFI).
2. Portefeuille composé d'un même nombre d'actions de chacune des vingt entreprises qui composent l'Amex Major Market Index (XMI), c'est-à-dire les vingt *blue-chip* de l'industrie américaine.

Note : Le classement des entreprises est basé sur les résultats sur cinq ans. La dernière colonne tient compte des divisions d'actions (*splits*) mais pas des dividendes versés.

*Source* : Élaboration des auteurs à partir de *The Wall Street Journal*, données mises à jour le 10 décembre 2003.

---

[242]

effectués <sup>94</sup>, la plupart des groupes de la défense affichent, en matière de taux de rentabilité économique fondés sur les données de comptabilité d'entreprise, des performances inférieures à celles de la moyenne des entreprises du S&P. Cette situation peut avoir plusieurs raisons. Elle est pour partie la conséquence des résultats désastreux produits par les acquisitions (ce sont surtout les groupes qui ont réalisé le plus d'acquisitions qui affichent les taux de rentabilité économique les plus médiocres). Elle tient sans doute à l'importance des coûts engendrés par les rémunérations très élevées des dirigeants des groupes de la défense. Les scandales révélés par les affaires Enron, WorldCom, etc., ont particulièrement mis en cause les dirigeants des groupes américains, considérés comme responsables des erreurs stratégiques (ce qui paraît pour le moins normal) mais également accusés d'avoir mis en place à la fois des systèmes de rémunération somptueux et protégés contre les chutes des cours boursiers. Or, cette remise en cause ne semble pas encore avoir atteint les dirigeants des groupes contractants du Pentagone. Une étude (voir tableau 4) indique que, en 2002, le revenu médian d'un P-DG des groupes de la défense s'est élevé à 5,4 millions de dollars, soit 45 % de plus que le revenu médian des P-DG (revenu : 3,5 millions de dollars). Cette différence tient essentiellement à l'augmentation considérable que les P-DG des groupes de la défense

<sup>94</sup> Ils ne sont pas reproduits dans cet article.



ont obtenue en 2002 (+ 79 % contre + 6 % pour l'ensemble des P-DG) [Hartman et Martin, 2003].

Il existe sans doute d'autres raisons à cet écart observé entre la rentabilité économique des groupes contractants du DoD et leurs performances boursières au cours de la période 1997-2002, en particulier celles qui concernent la mesure de la rentabilité économique (pour une analyse des problèmes méthodologiques et une comparaison des sources d'évaluation, voir le rapport du groupe du Commissariat général du Plan présidé par D. Plihon [2002]).

Deux constats peuvent être faits sur l'importance de cet écart pour la période 1997-2002 (tableau 5). Le premier est qu'il concerne tous les groupes de l'armement, quoiqu'à des degrés différents, puisque le ratio  $q$  de Tobin (voir encadré n° 2), qui reflète précisément cet écart, varie de 1,05 à 3,87. Le second est que l'écart entre les évaluations boursières et comptables n'a

[243]

**Tableau 4.**

La rémunération des dirigeants de l'armement (en milliers de dollars US)

<i>Entreprise</i>	<i>Nom CEO</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>% hausse</i>
LMT	Vance D. Coffman	16 556	25 337	53
BA	Philip M. Condit	3 929	4 145	5
RTN	Daniel P. Bumham	2 588	8 922	245
NOC	Kent Kresa	7 352	9 222	25
GD	Nicholas D. Chabraja	5 719	15 245	167
Revenu médian « Armement » (1)		2 992	5 358	79
Revenu médian « Industrie » (1)		3 490	3 700	6
<i>Différence Armement/Industrie (%)</i>		<i>-14</i>	<i>45</i>	

(1) Ce tableau est basé sur une étude de *Business Week* (21 avril 2003) qui recense 365 grandes entreprises américaines, dont 37 dans le secteur de l'armement.

Source : [Hartman et Martin, 2003].



### Encadré n° 2. - Valorisation boursière, risque et rendement

Le ratio  $q$  de Tobin, tel que nous l'avons calculé pour les années 1998 à 2002, est fondé sur l'approximation donnée par la formule proposée par Chung et Pruitt [1994], selon laquelle  $q$  est égal au rapport de la somme de la valeur de marché des capitaux propres (capitalisation boursière) et de la valeur comptable de la dette, à la valeur de l'actif économique comptable. Un  $q$  égal à 1 correspond donc à des évaluations boursière et comptable identiques. Bien que les fondements théoriques soient discutés, une valeur élevée de  $q$  est souvent interprétée comme le signe de la formation d'une bulle spéculative.

Le risque que présente un titre peut être mesuré par sa volatilité. Celle-ci peut être représentée par le coefficient  $\beta$  (bêta), une mesure du risque systématique (ou non diversifiable) d'une action, c'est-à-dire du risque lié aux mouvements du marché et qui ne peut être diminué par une meilleure diversification du portefeuille, contrairement au risque spécifique lié à la société elle-même. Les titres à coefficients  $\beta$  supérieurs à 1 sont plus volatils et donc considérés comme plus risqués que les titres à coefficients inférieurs à 1. Le coefficient  $B$  d'un portefeuille est égal à la moyenne arithmétique des coefficients  $B$  des titres qui composent le portefeuille.

[344]

**Tableau 5.**

Risique et appréciation boursière dans les groupes de l'armement aux États-Unis

			% CA Déf	Bêta	q de Tobin (approché)				
			2002	09.12.03	2002	2001	2000	1999	1998
<i>Amex Defense Index (DIF)</i>									
FLIR Systems, Inc. <sup>1</sup>	FLIR	Nasdaq	—	0.06	3.87	3.82	1.31	1.31	1.69
Engineered Support System <sup>2</sup>	EASI	Nasdaq	95.99	- 0.13	2.68	1.99	1.33	1.08	1.45
United Industrial Corporation <sup>1</sup>	UIC	NYSE	—	0.53	2.58	3.32	2.65	1.91	1.33
Rockwell Collins, Inc. <sup>1</sup>	COL	NYSE	44.74	0.93	2.24	1.90	0.57	0.66	0.00
General Dynamics Corporation <sup>1</sup>	GD	NYSE	70.87	0.45	2.00	1.99	2.39	1.87	1.70
Lockheed Martin Corporation <sup>1</sup>	LMT	NYSE	87.81	-0.42	1.79	1.50	1.23	1.03	1.33
Alliant Techsystems, Inc. <sup>1</sup>	ATK	NYSE	83.79	-0.18	1.78	1.51	1.84	1.50	1.82
EDO Corporation <sup>1</sup>	EDO	NYSE	90.00	- 0.24	1.50	2.20	1.15	0.99	1.11
L-3 Communications Holdings <sup>3</sup>	LLL	NYSE	89.27	0.25	1.39	1.69	1.77	1.48	1.76
The Titan Corporation <sup>4</sup>	TTN	NYSE	94.82	1.72	1.39	1.63	1.57	3.40	1.56
The Boeing Company <sup>1</sup>	BA	NYSE	40.75	0.61	1.37	1.41	2.03	1.66	1.47
DRS Technologies, Inc. <sup>1</sup>	DRS	NYSE	90.00	- 0.06	1.27	1.57	1.13	1.04	1.08
Raytheon Company <sup>5</sup>	RTN	NYSE	91.24	0.32	1.15	1.05	0.87	0.83	1.06
Northrop Grumman Corporation <sup>1</sup>	NOC	NYSE	71.36	-0.35	1.07	1.14	1.19	1.02	1.17
Steward & Stevenson Serv., Inc. <sup>2</sup>	SVC	NYSE	37.42	0.96	1.05	1.19	1.38	0.95	0.88
<i>Moyenne Amex Defense Index</i>	<i>DFI</i>		—	<i>0.30</i>	<i>1.81</i>	<i>1.86</i>	<i>1.49</i>	<i>1.38</i>	<i>1.29</i>
<i>Secteur/Industrie (selon la classification de Reuters)</i>									
<i>Capital Goods</i>					0.69				
<sup>1/</sup> Aerospace & Defense					0.44				
<sup>2/</sup> Mise. Capital Goods					0.78				
<i>Technology</i>					2.02				
<sup>3/</sup> Communications Equipment					2.33				
<sup>4/</sup> Computer Networks					2.06				
<sup>5/</sup> Conglomerates					1.01				

		% CA Déf	Bêta	q de Tobin (approché)			
				2002	09.12.03	2002	2001
<i>Top 5 US Corporations</i>							
Wal-Mart Stores, Inc.	WMT	—	0.86				
General Electric Company	GE	—	1.09				
Exxon Mobil Coro	XOM	—	0.36				
General Motors Corporation	GM	—	1.19				
Ford Motor Compagny	F	—	1.25				
S&P 500	^GSPC		1.00				

Note : Les groupes sont classés selon le ratio q de Tobin en 2002.

Sources : Auteurs, à partir de The Wall Street Journal Online et Reuters.

[245]

cessé de s'accroître dans la plupart des cas au cours de la période 1997-2002 : la moyenne du  $q$  de Tobin pour l'ensemble des entreprises de DFI est passée de 1,29 à 1,81 entre 1998 et 2002, grimant même à respectivement 2,68 et 3,87 pour Engineered Support System (EASI) et FLIR Systems Inc. (FLIR), les deux seules entreprises du DFI cotées au Nasdaq.

Le niveau atteint par le ratio  $q$  n'indique pas pour autant la formation d'une « bulle » sur les titres de la défense. Il ne traduit pas plus une prise de risque excessive, ainsi que le confirme le calcul d'un indicateur couramment utilisé (voir encadré n° 2). Le tableau 5 indique en effet que le coefficient  $\beta$  d'un portefeuille composé des 15 titres de l'index DFI s'établit à une moyenne de 0,30 seulement, ce qui traduirait donc pour l'armement une prise de risque moindre que pour un investissement dans les secteurs des biens d'équipement ( $\beta = 0,69$ ) ou des technologies en général ( $\beta = 2,02$ ), malgré, il faut le rappeler, un rendement nettement supérieur (tableau 3). Ce fait semble donc infirmer la corrélation - positive en principe - entre le rendement et le risque qui est établie par la théorie financière.

L'écart observé de 1997 à 2002 entre la rentabilité économique des groupes contractants du DoD et leurs performances boursières semble plutôt montrer que les facteurs qui guident l'appréciation qui est faite par les marchés a moins à voir avec les considérations de nature industrielle (efficacité, etc.) qu'avec la sécurité offerte par ces groupes. Or celle-ci est adossée à la fois à des fondamentaux solides et à leur rôle déterminant qui les rend trop importants pour faire faillite (*too strategic to fail*).

## Un nouveau « bloc social » : la finance, l'armement et le politique

### *Une nouvelle institution, le Département de la sécurité nationale*

[Retour à la table des matières](#)

Les transformations du système militaro-industriel sont suffisamment importantes pour nous amener à considérer qu'en ce qui le concerne, la période qui s'est ouverte avec la Seconde Guerre mondiale est aujourd'hui close. Notre hypothèse est qu'un système militaro-sécuritaire américain est en développement et qu'il a bénéficié d'une sérieuse accélération depuis le [246] 11 septembre 2001<sup>95</sup>. Sa création résulte d'une combinaison de transformations internes du SMI et des mutations des relations internationales dont la doctrine de la « guerre préventive » est une composante majeure.

Nous avons mentionné les restructurations industrielles et les nouvelles relations des groupes de l'armement à la finance. Il faut maintenant mentionner la création du Département de la sécurité nationale (DSN, *Homeland Security Department*) au lendemain du 11 septembre 2001 (mais proposée depuis plusieurs années par des groupes de réflexion - *think tanks* - bipartisans) qui reflète un degré de centralisation politique autour du gouvernement qui était inconnu dans l'histoire des États-Unis. Le DSN combine l'activité de vingt-deux

<sup>95</sup> Pour une appréciation différente, voir Duménil et Lévy [2003]. Analysant « le contexte et les fondements de [la] nouvelle stratégie militaire des États-Unis » (p. 78), ils écrivent dans la section consacrée au « complexe militaro-industriel [que celui-ci] représente une force non négligeable, mais ce n'est pas le cœur du système capitaliste des États-Unis » (p. 92). D'une part, parce que le rang tenu par les groupes de l'armement, classés selon leur capitalisation boursière, est modeste, d'autre part parce que la « part des profits du secteur manufacturier militaire est difficile à évaluer, mais très faible ». Comme ce chapitre le confirme, la place centrale que nous attribuons au système militaro-sécuritaire dans le capitalisme américain repose sur un ensemble de facteurs d'ordre géopolitique, économique (financier et technologique) et socio-politique dont les effets sont aujourd'hui fortement cumulatifs.

agences et de 1 700 000 employés. Dès sa création en 2002, il a reçu une dotation budgétaire de 38 milliards de dollars qui concernent des aspects militaires (22 % du total) mais également civils (par exemple la protection sanitaire, pour 12 % du total, ou la protection des infrastructures de transport, 20 % du total). Le projet du DSN de doter les avions commerciaux civils de moyens de défense antimissile <sup>96</sup> - en évaluant déjà à 10 milliards de dollars le coût pour l'équipement de quelque 6 800 avions - est à cet égard révélateur de la nouvelle approche « sécuritaire ».

La création du DSN doit être mise en relation avec le type de relations économiques et géopolitiques internationales qui existent depuis une décennie, c'est-à-dire avec la mondialisation dominée par le capital financier et la place centrale occupée par les États-Unis [Serfati, 2001b]. Elle est inséparable de la nouvelle doctrine de sécurité nationale, qui était déjà formulée sous l'administration Clinton, mais qui a atteint un caractère achevé avec la publication par la Maison-Blanche, le 17 septembre 2002, du document sur « la stratégie de sécurité nationale des États-Unis » [White House, 2002]. Ce document [247] justifie l'usage préemptif - en d'autres termes *discrétionnaire* - de la force militaire pour une gamme très diversifiée de menaces contre les « intérêts vitaux » du pays. Ceux-ci incluent la défense de l'économie de marché et du libre-échange « principe moral avant de devenir un pilier de la science économique » figure parmi ces intérêts vitaux [*ibid.*, p. 18].

Deux éléments laissent penser qu'une nouvelle étape a été franchie. Le document du 17 septembre 2002 est considéré comme aussi important que la publication du document NSC-68 (14 avril 1950) qui fournit les bases de la guerre froide et du « *containment* » de l'URSS [Kirshner, 2003]. Le NSC-68 et les crédits militaires votés permirent au système militaro-industriel (au « complexe »), constitué par le DoD à l'issue de la Seconde Guerre mondiale, de s'enraciner durablement dans l'économie et la société américaines. La « militarisation du gouvernement », c'est-à-dire la prédominance<sup>^</sup> des agences de défense et de sécurité (DoD, département d'État, CIA, Conseiller à la sécurité du président, NSC, chef d'État-major), commença à cette époque [Jablonski, 2002]. Le second élément est la création du DSN, dont on

<sup>96</sup> Dow Jones Newswires, 15 mai 2003.

compare déjà le rôle à celui que le DoD et le Conseil de sécurité nationale (les conseillers du président pour les questions de sécurité nationale) jouèrent après la Seconde Guerre mondiale.

### *Les technologies de l'information et sécuritaires*

Ensemble avec les modifications des liens de la finance et du politique avec l'armement, le troisième facteur qui favorise l'émergence d'un système militaro-sécuritaire a trait au rôle que tient la sécurité dans le domaine des technologies de l'information et de la communication (TIC). Prenant acte des potentialités de ces technologies, les militaires américains ont depuis la fin des années 1980 développé la notion de *dominance informationnelle*. D'importants programmes de R&D consacrés aux TIC et à l'espace ont été lancés par le DoD, ils ont été moins touchés par les réductions du budget militaire (1986-1998) que ceux destinés à la production d'armes. Les barrières à l'entrée qui protègent les grands groupes (voir la première partie) sont renforcées par le type de compétences nécessaires à la mise en œuvre des nouvelles doctrines expérimentées en Serbie, en Afghanistan et en Irak. La « guerre fondée sur les réseaux » (NCW [248] pour *Network-centric Warfare*<sup>97</sup>) qui fonde les nouvelles doctrines militaires des États-Unis conforte les groupes principaux contractants dont l'« avantage comparatif » porte généralement sur leur compétence dans les domaines de l'intégration des systèmes. La mise en œuvre de la NCW exige en effet plus d'architecture organisationnelle, plus d'intégration des « systèmes de systèmes » et bien sûr une protection et une sécurité accrues des réseaux, donc la production de programmes logiciels et de matériels hautement sécurisés. Seuls des groupes rompus aux contraintes lourdes posées par les systèmes d'armes et les exigences du cahier des charges du DoD peuvent maîtriser les compétences nécessaires [Dombrowski *et al.*, 2002].

Les groupes de la défense sont également bien placés sur les nouveaux marchés de la « sécurité » qui sont alimentés par la demande

<sup>97</sup> La NCW fonde l'engagement militaire sur un réseau décentralisé de forces qui partagent des informations plutôt que sur des « plate-formes » (avions, bateaux, etc.).

des clients civils (entreprises et ménages), mais également par cette nouvelle catégorie de commandes publiques (*procurement*) passée par les États et les collectivités locales des États-Unis. Les promesses offertes par ces marchés sont considérables. Elles séduisent également les groupes civils des TIC, du moins ceux qui sont dotés de fortes compétences dans l'intégration des systèmes, mais aussi des petites entreprises présentes sur des « niches » de TIC utiles à la sécurité. Celles-ci font l'objet d'une attention des groupes contractants de premier rang qui ont multiplié les acquisitions ou les prises de participation lorsqu'il s'agit de *start-ups*. La concurrence des groupes civils pourrait être plus menaçante lorsque les commandes publiques de systèmes de sécurité ne passent pas par le DoD. Les groupes de l'armement pourront toutefois faire jouer l'« avantage comparatif » qui résulte de leur pouvoir relationnel, tel que par exemple une influence sans égale auprès du Congrès et des agences en charge du financement des programmes de R&D destinés à la « sécurité nationale » (*Homeland Security*). En somme, les groupes de la défense se trouvent placés dans une posture particulièrement favorable sur certaines trajectoires d'innovation des technologies de l'information et de la sécurité orientées vers les marchés commerciaux [Serfati, 2004].

[249]

## Vers une convention boursière « guerre sans limites » ?

[Retour à la table des matières](#)

Comme on peut l'observer depuis deux décennies, les marchés financiers fondent leurs comportements sur des « conventions », selon des mécanismes que A. Orléan [1999] a analysés en s'appuyant sur les réflexions de Keynes. L'effondrement du Nasdaq à partir du 10 mars 2000 a signifié la fin de la « convention Internet », indissociable de la « nouvelle économie », et marqué le début de la débandade des marchés financiers américains.

La situation économique et géopolitique dans laquelle les États-Unis se trouvent aujourd'hui est très différente de celle des années 1990. La « nouvelle économie » est déjà oubliée, tout comme la « mondialisation



heureuse » qui apporterait une croissance forte et généralisée, et favoriserait les échanges internationaux par l'ouverture des frontières, la déréglementation des marchés et la privatisation des industries. Dans ce contexte, le plan de relance de l'économie américaine proposé par l'administration Bush, qui est fondé sur des réductions massives d'impôts pour les ménages à hauts revenus, une augmentation spectaculaire des dépenses militaires et un déficit budgétaire gigantesque, indique le type de relations internes aux États-Unis et de ses rapports au reste du monde qui sont à l'œuvre. Sur le plan interne, les organisations et institutions qui composent le capital financier américain ont toutes les raisons d'accueillir avec satisfaction <sup>98</sup> un plan qui se conjugue par ailleurs avec l'absence de mesures efficaces destinées à limiter les appétits insatiables des « marchés » et les malversations qu'ils suscitent. Enfin, le programme de G. W. Bush comble totalement les attentes des groupes de l'armement.

Les effets de relance macroéconomique, qui soit dit en passant, sont sérieusement contestés même par les keynésiens « modérés » [Tobin, 2002], supposent la réalisation de conditions qui concernent plus encore les relations que les États-Unis établissent avec le reste du monde. Il faut, en particulier, que se produise une reprise massive de flux de capitaux (très ralentis depuis 2002) qui financent les déficits extérieurs et permettent [250] aux États-Unis de continuer à être « consommateur-en-dernier-ressort ». Il est également nécessaire de faire honorer le paiement des intérêts de la dette (essentiellement par les pays du Sud) et des autres formes de revenus rentiers qui, fondés sur les droits de propriété (intellectuelle, pétrolière, etc.) affluent aux États-Unis. Ces transferts au bénéfice des États-Unis sont autrement plus difficiles à réaliser qu'au cours des années 1990. Ils sont pourtant une condition décisive pour poursuivre le versement des pensions aux salariés et des dividendes et intérêts aux actionnaires, et tenter d'éviter un nouvel effondrement des cours de la Bourse.

La guerre contre l'Irak, en dépit du contexte dans lequel la décision a été prise (isolement relatif des États-Unis), les difficultés de maintien

<sup>98</sup> Il faut parler de « cercle vertueux des rentiers » : les ménages aisés peuvent souscrire à l'émission des emprunts émis par l'État pour financer ce déficit béant grâce à l'épargne qu'ils constituent à la suite des réductions d'impôts dont ils sont les principaux bénéficiaires.

de l'ordre et le coût financier très élevé de l'occupation, n'ont pas enrayer la remontée des cours de Wall Street et du Nasdaq en 2003 (figure 3). Ceci dément l'affirmation conventionnelle selon laquelle les marchés financiers observent avec répulsion l'usage de la violence militaire. Au cours des années 1990, l'exubérance observée sur les places américaines n'avait déjà pas été entamée par la multiplication des « nouvelles guerres » de la mondialisation (le SIPRI [2003] a dénombré, sur la période 1990-2001, un total cumulé de 57 conflits majeurs qui ont eu lieu sur 45 territoires distincts, soit environ un tiers de la planète). Il est vrai que, observées depuis le territoire américain, ces guerres pouvaient sembler lointaines. « Les Bourses ne sont pas sentimentales » remarquait toutefois le *Financial Times* dans sa rubrique boursière pour expliquer la forte progression des places financières lorsque les armées des États-Unis (et l'OTAN) attaquèrent la Serbie le 12 avril 1999. Tout aussi explicite, la revue *Newsweek* a titré son édition du 10 février 2003 : « Why Business Wants War » (Pourquoi les patrons veulent la guerre).

Après les guerres en Afghanistan et en Irak, les « marchés » américains sont peut-être en train d'« internaliser » dans leur comportement l'inévitabilité de nouvelles guerres et d'opérations militaires, de forger en quelque sorte une convention « guerre sans limites », dans laquelle l'utilisation *discrétionnaire* de la force armée par les États-Unis constitue leur nouvel horizon. Le président du New York Stock Exchange, D. Grasso (qui a été obligé de démissionner depuis), s'est étonné en septembre 2002, de la faiblesse des dépenses militaires. Cette nouvelle convention ne repose pas, comme celle des années 1990, [251] sur un mimétisme autoréférentiel portant sur les potentialités commerciales illimitées offertes par la technologie et la séduction que le modèle américain exercerait sur le reste du monde. Elle repose sur des « fondamentaux » bien réels tels que le niveau gigantesque de dépenses militaires, l'effort technologique en matière de sécurité qui fondent la conviction que les interventions militaires des armées américaines, seules ou dans le cadre d'alliances, vont devenir plus fréquentes. Cette convention n'a pas le pouvoir d'empêcher la formation d'anticipations qui sont excessivement optimistes puis pessimistes, parce qu'elles sont régies par le comportement des « esprits animaux » à l'œuvre sur les marchés financiers, et dont une conséquence est l'alternance de bulles et krachs de plus ou moins

grande ampleur. Plus prosaïquement, cette convention est fondée sur l'espoir que la suprématie militaire permettra de maintenir aussi longtemps qu'il est possible l'économie américaine à l'abri des conséquences produites par un mode de production et de consommation « insoutenables » pour une large partie de la planète.

[252]

**La finance mondialisée...**

## **Bibliographie générale**

[Retour à la table des matières](#)

AGLIETTA M. [1998], *Le Capitalisme de demain*, Notes de la fondation Saint-Simon, novembre.

\_\_\_\_\_, [2001], *Macroéconomie financière*, 2 tomes, La Découverte, coll. « Repères », Paris.

\_\_\_\_\_, [2003], « Le risque de système dans la finance libéralisée », *Revue d'économie financière*, n° 70.

AGLIETTA M. et ORLÉAN A. [2003], *La Monnaie entre violence et confiance*. Odile Jacob, Paris.

Aoki M. [1988], *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press.

\_\_\_\_\_, [1990], « Toward an économie model of the japanese Firm », *Journal of Economic Literature*.

\_\_\_\_\_, [1994], « Monitoring characteristics of the main bank System », dans AOKI M., PATRICK H. (éd.), *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press.

ARTUS P. et DEBONNEUIL M. [1999], « Crise, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », in *Architecture financière internationale*, Conseil d'analyse économique, La Documentation française, Paris.

ASSEMBLÉE NATIONALE [1994], *Rapport de la commission des finances sur le budget de 1995*, Paris.

ATTAC [2000], *Les Paradis fiscaux ou la finance sans loi*. Mille et Une Nuits, Paris.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [2003], *73e rapport annuel*, Bâle.

BAILEY M. et SOLOW R. [2001], « International productivity comparisons built from the firm level », *Journal of Economic Perspectives*, 15 (3).

[253]

BANQUE MONDIALE [2003], « L'investissement étranger et les transferts de fonds devançant la dette en tant que source de financement des pays en développement », Communiqué de presse n° 2003/266/s, relatif au rapport *Global Development Finance*.

\_\_\_\_\_, [2000, 2002 et 2003], *Global Development Finance*, Washington, D.C.

Batsch L. [2002], *Le Capitalisme financier*, coll. « Repères », n° 356, La Découverte, Paris.

BAUDRU D. et KECHIDI M. [1998], « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'économie financière*, n° 48, juillet.

BAUDRU D. et MORIN F. [1999], « Gestion institutionnelle et crise financière. Une gestion spéculative du risque », dans *Architecture financière internationale*, Conseil d'analyse économique, Documentation française, Paris.

BECK M. et MAYER C. [2000], « The control of corporate in Europe », H. SIEBERT (dir.), *The World's New Financial Landscape : Challenge for Economic Policies*, Springer, Londres.

BERGLÖF E. [1989], « Capital structure as a mechanism of control », in AOKI M., GUSTAFSSON B. et WILLIAMSON O. (éd.), *The Firm as a Nexus of Treaties*, Sage Publications.

BERNANKE B. [1983], « Non monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression », *American Economic Review*, 73, juin, p. 257-276.

\_\_\_\_\_, [2000], « Japanese monetary policy : a case of self-induced paralysis ? », dans POSEN A.S. et MIKITANI R. (éd.), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to US Experience*, Special Report 13, Institute for International Economics, Washington, p. 149-166.

BESSON D. et LANTÉRI M., [1994] *ASEAN, la décennie prodigieuse : essai sur le développement en Asie du Sud-Est*, collection Études de La Documentation française, Paris.

BHINDA NILS *et al.* [2000], « Private capital flows to Africa : perception and reality », *FONDAD*, La Haye.

BIHR A. et CHESNAIS F. [2003], « À bas la propriété privée ! », *Le Monde diplomatique*, octobre.

BIS [2003], *Incentive Structures in Institutional Asset Management and their Implications for Financial Markets*, Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, Genève, mars.

BLACK B.S. [1998], « Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States », in NEWMAN P. (éd.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, juin.

BLANQUÉ P. [2002a], « Too much of everything : économie globale et surcapacités », *Flash Eco Credit Agricole*, 10 janvier.

[2002b], « Sismonomics : déséquilibres et risques macro-économiques », [254] *Flash Eco Crédit Agricole*, 6 mai.

BONVIN J.-M., DEMBINSKY P., DOMMEN E. et MONNET F.-M. [2002], *Les Fondements éthiques de l'investissement responsable*, Observatoire de la finance, Genève.

BRUENSZTEIN E., DE GREGORIO J. et LEE J. [1995] « How does foreign investment affect économie growth », *NBER Working Paper*, n° 5057, Cambridge, Mass.

BOUBEL A. [2003], BOUTILLIER M. et QUERON A., « La stratégie de portefeuille des fonds de pension à prestations définies : théorie et pratique à travers l'expérience américaine », *Épargne et Financement*, n° 13, juillet.

BOURGUINAT H. [1992], *Finance internationale*, PUF, collection « Thémis », Paris.

\_\_\_\_\_, [1995], *La Tyrannie des marchés [essai sur l'économie virtuelle]*, Economica, Paris.

BOYER R. [1986], *La Théorie de la régulation : une analyse critique*, La Découverte, coll. « Agalma », Paris.

\_\_\_\_\_, [2001], *Mondialisation et Régulations*, La Découverte, Paris.

\_\_\_\_\_, [2002], *La Croissance, début de siècle, De l'octet au gène*. Albin Michel, Paris.

BRANCATO C. K. [1997], *Institutional Investors and Corporate Governance*, Irwin, Chicago.

BRANSTETTER L. et NAKAMURA Y. [2003], « Is Japan's innovative capacity in decline ? », in BLOMSTRÖM M., CORBETT C., HAYASHI F. et KASHYAP A. (éd.). *Structural Impediments to Growth in Japan*, NBER-PR.

BRENDER A. [2002], *La France face à la mondialisation*, La Découverte, Paris.

BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS, *International Investment Data, Foreign Direct Investment in the US, 1982-2002*, Washington DC.

CAMARA M. [2001], « Des liens entre investissements directs de l'étranger et évolution des inégalités dans les pays émergents dans les années 1990 : une différenciation entre les NPI de l'Amérique latine et de ceux d'Asie du Sud-Est », thèse de doctorat de sciences économiques, université de Paris-Nord, Villetaneuse.

\_\_\_\_\_, [2002], « Les investissements directs de l'étranger et l'intégration régionale : les exemples de l'Asean et du Mercosur », *Revue Tiers monde*, n° 169.

\_\_\_\_\_, [2003], « Des liens entre IDE et inégalités internes dans les pays en développement : une revue critique de la littérature », *Document de travail du CEPN*, n° 2003-1.

CAMBRIDGE JOURNAL OF ECONOMICS [1998], *Special Issue on the Asian Crisis*, vol. 22, n° 6.

CAPPELLI P., BASSI L., KATZ H., KNOKE D., OSTERMAN P. and USEEM M. [1997], *Change at Work - How American Industry are Coping with Corporate Restructuring and what Workers Must do to Take [255] Charge of their Own Careers*, Oxford University Press.

CARGILL T.F. [1991], *Money, the Financial System, and Monetary Policy*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

CARLIN W. et MAYER W. [1999], « *Finance, investment and growth* », document de travail, University College, Londres et Said Business School, Oxford University.

CASSEL G. [1918], « Abnormal Deviations in International Exchanges », *Economic Journal*, n° 28, décembre.

CASSIDY J. [2002], *Dot.Com. The Greatest Story Ever Sold*, Harper Collins Publishers, New York.

CASTORIADIS C. [1996], *La Montée de l'insignifiance. Les carrefours du labyrinthe IV*, Éditions du Seuil, Paris.

CEPAL, *Panorama de la inserción internacional de América y el Caribe, années 1998, 1999 et 2000*, Santiago, Chili.

CHESNAIS F. [1997], *La Mondialisation du capital*, Syros, Paris [première édition 1994],

– [2000a], « Crises de la finance ou prémisses de crises économiques propres au régime d'accumulation actuel ? », APPEL DES ÉCONOMISTES POUR SORTIR DE LA PENSÉE UNIQUE (éd.), *Les Pièges de la finance mondiale*, Syros-Alternatives économiques, Paris.

\_\_\_\_\_, [2000b], « *Le Pouvoir de la finance* d'André Orléan », note de lecture, in « Fonds de pension et nouveau capitalisme », *L'Année de la régulation*. vol. 4, Association Recherche et régulation, Paris.

\_\_\_\_\_, [2001a], « La “nouvelle économie”, une conjoncture propre à la puissance hégémonique américaine », dans SÉMINAIRE MARXISTE [éd.] [2001a].

\_\_\_\_\_, [2001b], « La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogations », *Actes du Forum de la régulation*, Association Recherche et régulation, Paris.

CHESNAIS F. et DIVÈS J-PH. [2002], *Que se vayan todos !*, Éditions Nautilus, Paris.

CHESNAIS F. et SERFATI C. [1990], « L'industrie militaire, une locomotive du développement industriel ? » in CHESNAIS F. (dir.), *Compétitivité internationale et dépenses militaires*, Economica, Paris.

CHUNG K.H. et PRUITT S.W. [1994], « A simple approximation of Tobin's Q », *Financial Management*, automne, pp. 70-74.



CIARDELLO V. [2002], *Global Changes in the Defense Industrial Base : Challenges and Opportunities*, US Department of Defense, 31 janvier.

CLARK G.L., 2000 : *Pension Fund Capitalism*, Oxford University Press, Oxford.

COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN [1999], *La Nouvelle Nationalité de l'entreprise*, Rapport du groupe présidé par Jean-François Bigay, La Documentation française, Paris.

\_\_\_\_\_, [2001], *Compétitivité globale : une perspective franco-allemande*, Rapport du groupe franco-allemand sur la [256] compétitivité, La Documentation française, Paris.

\_\_\_\_\_, [2002], *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Rapport du groupe présidé par Dominique Plihon, La Documentation française, Paris.

Crandall M.S. [2002], « Antitrust in the digital age : an overview », *ICAF Economics Instructional Paper*, National Defense University.

CROTTY J., EPSTEIN G. et KELLY [1999] « Multinational corporations in the neoliberal régime » in BAKER D., EPSTEIN G. et POLLIN R.N. [eds], *Globalization and Progressive Economic Policy*, Cambridge University Press.

Dalton D. et al. [1999], *Globalising Industrial Research and Development*, US Department of Commerce, Washington, D.C.

Dekle R. [2003], « The Deteriorating Fiscal Situation and an Aging Population », in Blomström M., CORBETT C., HAYASHI F. et KASHYAP A. (éd.), *Structural Impediments to Growth in Japan*, NBER-PR.

De Maillard J. [1998], *Un monde sans loi*. Stock, Paris.

DELÉTANG F. [1998], « La consolidation de l'industrie de défense américaine : un défi pour l'Europe », *L'Armement*, n° 61, mars 1998.

DeMello L.R. [1997] « Foreign direct investment in developing countries and growth : a selective survey », *The Journal of Development Studies*, vol. 34, n° 1, pp. 1-34

DIXON W.J et BOSWELL W. [1996], « Dependency, disarticulation and denominator effects : another look at foreign capital pénétration », *American Journal of Sociology*, vol. 102, n° 2.

DOMBROWSKI P.J., GHOLZ E., ROSS A.L. [2002], « Selling military transformation : the defense industry and innovation », *Orbis*, été, pp. 523-536.

DUFOUR J.-F. [1999], *Les Marchés émergents*, Armand Colin, Paris.

DUMÉNIL G. et LÉVY D. [2000], *Crise et sortie de crise. Ordre et désordres néolibéraux*, PUF, Paris.

\_\_\_\_\_, [2001], « The real and financial components of profitability [USA 1948-1999] », *Review of Radical Political Economy*.

\_\_\_\_\_, [2003a], *Économie marxiste du capitalisme*, La Découverte, coll. « Repères », Paris.

\_\_\_\_\_, [2003b], *Neoliberal Dynamics. Impérial Dynamics*, Cepremap, Modem, Paris.

\_\_\_\_\_, [2003c], « Néolibéralisme-Néomilitarisme », *Actuel Marx*, n° 133, p. 77-99.

EATWELL J. [1995], « The international origin of unemployment », in MICHIE J., GRIEVE SMITH J. (éd.). *Managing the Global Economy*, Oxford University Press, Oxford.

EDWARDS S. [2000], « *Capital mobility and economic performance : are emerging economies different ?* », décembre, [257] <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastien.edwards>.

FISHER I. [1933], « The debtdeflation theory of great depressions », *Econometrica*, 1, octobre, pp. 337-357.

FITOUSSI J.-P. [1995], *Le Débat interdit*, Arléa, Paris.

FLANDREAU M. et RIVIÈRE C., « La grande "Retransformation" ?, contrôles de capitaux et intégration financière internationale, 1880-1996 », *Économie internationale*, n° 78.

FLIGSTEIN N. et MARKOVITZ L. [1993], « Financial reorganization of american corporations in the 1980s », in *Sociology and the Public Agenda*, W.J. Wilson (éd.), Sage, Berverly Hills, Ca.

FLIGSTEIN N. et SHIN T.-J. [2002], « The shareholder value society. A review of the changes in working conditions and inequality in the US 1976-2000 », *Working Paper*, University of California, Berkeley, disponible sur le site <http://sociology.berkeley.edu/faculty/fligstein>.

FMI/IMF [1994], *International Capital Markets* [Developments, Prospects, and Policy Issues], Washington DC.

FRIEDMAN M. [1968], *Dollars and Deficit* [traduction française, *Inflation et Systèmes monétaires*, Calmann-Lévy, Paris, 1969].

FRIOT B. [1998], *Puissances du salariat. Emploi et protection sociale à la française*, La Dispute, Paris.

FRIOT B. [1999], *Et la cotisation sociale créera l'emploi*, La Dispute, L'Harmattan, Paris.

FUKAO M. [2003], « Financial sector-profitability and double-gearing », in BLOMSTRÖM M., CORBETT C., HAYASHI F. et KASHYAP A. [éd.], *Structural Impediments to Growth in Japon*, NBER-PR.

GEOFFRON P. [2000], « Les leçons de la grande crise japonaise des années 1990 », in APPEL DES ÉCONOMISTES POUR sortir de la pensée unique [éd.], *Les Pièges de la finance mondiale*, Syros-Alternatives économiques, Paris.

GEOFFRON P. et RUBINSTEIN M., *La Crise financière du modèle japonais*, Economica, Paris.

GHILARDUCCI T. [1992], *Labor's Capital. The Economics and Politics of Private Pensions*, The MIT Press, Cambridge, Massachussets.

GHOLZ E. et SAPOLSKY H. [1999], « Restructuring the U.S. Defense Industry », dans *International Security*, hiver.

GIBSON M.S. [1995], « Can bank health affect investment ? évidence from Japan », *Journal of Business*, 68, pp. 281-308.

GIRAUD P.-N. [2001], *Le commerce des promesses : petit traité sur la finance moderne*, Seuil, Paris.

GUELLEC D. et IONNADIS E., « Causes of fluctuations in R&D expenditures : a quantitative analysis », *OECD Economic Review*, Paris.

[258]

GUICHARD S. [1999], *La Défaite financière du Japon*, Economica, Paris.

GUTTENTAG J.M. et HERRING R.J. [1986], « Disaster myopia in international banking », *Essays in International Finance*, 164, septembre.

HARTMAN Chris et MARTIN David [2003], *More Bucks for the Bang : CEO Pay at Top Defense Contractors, United Fair Economy*, 28 avril, 2003.

HELLEINER E. [1994], *States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, Ithaca, Londres.

HIGGS R. et TREVINO R. [1992], « Profits of U.S. defense contractors », in *Defense Economics*, volume III.

HIRAKI T., HIDEAKI I., AKITOSHI I. FUMIAKI K. et HIROYUKI M. [2003], « Corporate governance and firm value in Japan : evidence from 1985 to 1998 », *Pacific-Basin Finance Journal*.

HOBSBAWM [1987], *L'Ère des empires, 1875-1914*, Fayard, Paris.

HOCHRAICH D. [2002], *Mondialisation contre développement, le cas des pays asiatiques*, Syllepse, Paris.

HORIUCHI A. [2000], « Les échecs de la supervision », *Économie internationale*, 84, 4e trimestre, pp. 93-124.

HORIUCHI A. et SHIMIZU K., « Did Amakudari undermine the effectiveness of regulator monitoring in Japan », *Journal of Banking and Finance*, 25, pp. 573-596.

HOSHI T. [2002] « The Convoy System for insolvent banks : How it originally workes and why it failed in the 1990s ? », *Japan and the World Economy*, 14, pp. 155-180.

HOSHI T., KASHYAP A., SCHARFSTEIN D. [1990], « Bank monitoring and investment : evidence from the changing structure of japanese corporate banking relationship », in HUBBARD G. (éd.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press, Chicago.

Husson M. [2001], « Années 1970, la crise et ses leçons », in *Séminaire marxiste* [2001b], pp. 31-52.

\_\_\_\_\_, [2003], *Les Casseurs de l'État social*, La Découverte, Paris.

ICI [2003], *Mutual Fund Fact Book*, 43e édition, Investment Company Institute, Washington D.C.

JABLONSKI D. [2002], « The State of the national security State », *Parameters*, hiver 2002-2003, pp. 4-20.

JEANNE O. [2003], « Comprendre les crises financières internationales », *Revue d'économie financière*, n° 70.

JEFFERS E. [1998], « Le rôle des investisseurs américains sur la place financière de Paris à l'heure de l'euro », *Revue d'économie financière*, n° 48.

JEFFERS E. ET PLIHON D [2002], « Importance et diversité des investisseurs institutionnels », in *La Montée en puissance des fonds d'investissement*. Les [259] études de La Documentation française, Paris.

JENSEN M.C. ET MECKLING W.H. [1976], « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3-4, pp. 45-70.

JINUSHI T., KUROKI Y. et MIYAO R. [2000], « Monetary policy in Japan since the late 1980s : delayed policy actions and some explanations », in POSEN A.S. et MIKITANI R. [ed.], *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to US Experience*, Special Report 13, Institute for International Economics, Washington, pp. 115-148.

KAKU F. [1996], « Debt-deflation in Japan », in CAPIE F. et WOODS G. [éd.], *Asset Prices and the Real Economy*, MacMillan, pp. 242-270.

KALDOR N. [1939], « Spéculation and Economic Activity », *Review of Economic Studies*, vol. 7, n° 1.

KAPSTEIN E.B. [1994], « America's armstrade monopoly », *Foreign Affairs*, mai-juin, pp. 13-19.

KASHYAP A. [2002], « Sorting out japan's financial crisis », *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, 4e trimestre, pp. 42-55.

KATO T. [2001], « The end of lifetime employment in Japan ? Evidence from national surveys and field research », *Journal of the Japanese and International Economics*, 15 [4], décembre, pp. 489-514.

KECHIDI M. [2003], « *Fusions et acquisitions : la financiarisation des logiques de concentration* », Communication au colloque Gouvernement d'entreprise et nouvelle économie, Faculté Warocqué, Mons, Belgique, 19 et 20 mai 2003.

KENTOR J. [1999], « The long term effects of foreign investment dependence on économie growth, 1940-1990 », *American Journal of Sociology*, vol. 103, n° 4.

KEYNES J.M. [1930], *A Treatise on Money*, MacMillan, Londres.

\_\_\_\_\_, [1936], *General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan, Londres ; traduction française : [La Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie](#), Payot, Paris, 1949.

KIRSHNER J., STRAUSS B., FANIS M., EVANGELISTA M. [2003], *Iraq and Beyond : The New U.S. National Security Strategy*, Peace Studies Program, Cornell University, Cornell Occasional Papers, janvier 2003.

KOGUT B. [2000], « The transatlantic exchange of ideas and practices : national institutions and diffusion », *Les Notes de l'IFRI*, n° 26, Paris.

Koo R. [2003], *Balance Sheet Recession : Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, John Wiley & Sons, Singapour.

KOVACIC W.E., SMALLWOOD D.E. [1994], « Competition policy, [260] rivalries, and defense industry consolidation », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 8, n° 4, printemps, pp. 91-110.

KUMAR Nagesh [2002], *Globalization and the Quality of Foreign Direct Investment*, Oxford University Press, Oxford et New York.

LACU C. [2000], « La crise de l'assurance-vie », *Économie internationale*, 84, 4e trimestre, pp. 125-148.

LANE P., MILLESI-FERRETTI G. M. [2003], « International Financial Intégration », *IMF Working Paper*, 03/86, IMF, Washington.

LANE C. [2003], « Changes in corporate governance of german corporations : convergence to the anglo-american model ? », *Working Paper*, ESRC Center for Business Research, University of Cambridge.

LAZONIK W. [1991], *Business Organisation and the Myth of the Market Economy*, Cambridge University Press, Cambridge [UK] et New York.

L'Économie politique [1999], *Les Paradis fiscaux*, n° 4, 4e trimestre.

LEVITT A. [2002], *Take on the Street. What Wall Street and Corporate America Don't Want You to Know*, avec P. Dwyer, Pantheon Books, New York.

LICHTENBERG F., PUSHNER G. [1994], « Ownership structure and corporate performance in Japan », *Japan and the World Economy*, pp. 239-261.

LINDGREN C.J., GARCIA G. et SAAL M.I. [1996], *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, IMF, Washington.

LORDON F. [2000], *Fonds de pension, pièges à cons. Raisons d'agir*, Paris.

\_\_\_\_\_, [2003], *La Politique du capital*. Odile Jacob, Paris.

MADDISSON A. [2001], *L'économie mondiale, une perspective millénaire*. Centre de développement de l'OCDE, Paris.

MAGDOFF H. [2003], *Imperialism without Colonies*, J.B. Foster (éd.), *The Monthly Review Press*, New York.

MAKI D., PALUMBO M. [2001], *Disentangling the Wealth Effect : A Cohort Analysis of the Household Saving in the 1990s*, Federal Reserve, Washington.

MAMPAEY L. [2001], « Ownership and regulation of the defense industrial base : The french case », in SERFATI C., *The Restructuring of the European Defense Industrial Base. Dynamics of Change*, Commission européenne, COST Action A10, Directorate-general for Research, EUR 1997, Bruxelles.

MANDEL E. [1978], *La crise 1974-1978 : les faits et leur interprétation marxiste*, Flammarion, Paris.

MARKUSEN A. [1998], « The post cold war persistence of defense specialized firms », in SUSMAN G.I. et O'KEEFE S. (éd.), *The Defense Industry in the Post Cold-War Era [261] Corporate Strategies and Public Policy Perspectives*, Elsevier, Oxford.

MAY C. [2001], *A Global Political Economy of Intellectual Property Rights. The New Enclosures ?*, Routledge, Londres.

MCCAULEY R. N. [2003], « Flux financiers dans l'Est asiatique depuis la crise de 1997 », *Rapport trimestriel du BRI*, juin, Baie.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, *Why the Japanese Economy is not Growing : Micro Barriers to Productivity Growth*, Washington.

MICHALET C.-A. [1976], *Le Capitalisme mondial*, PUF, coll. « Économie en liberté », Paris.

MISSION ÉCONOMIQUE DE TOKYO [2003], *Repères Japon*, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, 3 octobre.

MONTAGNE S. et SAUVIAT C., « L'influence des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français », *Travail et Emploi*, n° 87, juillet, pp. 111- 126.

MONTALVO J.G., YAFEH Y. [1994], « A microeconomic analysis of technology transfer », *International Journal of Industrial Organization*, pp. 227-244.

MORIN F. [1998], *Le Modèle français de détention et de gestion du capital*. Éditions de Bercy, Paris.

MOTONISHI T. et YOSHIKAWA H. [1999], « Causes of the long stagnation of Japan during the 1990s : financial or real ? », *Journal of the Japanese and International Economics*, 13, pp. 181-200.

OCDE [1998], *Études économiques de l'OCDE 1998. Japon*, Paris.

\_\_\_\_\_, [2001], *Investisseurs institutionnels - Annuaire statistique, 1992-2001*, Paris.

\_\_\_\_\_, [2002], *Études économiques de l'OCDE 2001-2002. Japon*, Paris.

\_\_\_\_\_, [2003], *OECD Economic Outlook*, 73, juin, pp. 41-44.

OMC [2003], *Statistiques du commerce international 2003 : tendances à long terme*, Genève.

ONO H. et REBICK M.E. [2003], « Constraints on the level and effective use of labor », in BLOMSTRÖM M., CORBETT C., HAYASHI F. et KASHYAP A. (éd.), *Structural Impediments to Growth in Japan*, NBER-PR.



ORLÉAN A. [1999], *Le Pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.

O'SULLIVAN M. [1998], « Sustainable prosperity, corporate governance and innovation », in MICHIE J. et GRIEVE SMITH J., *Globalisation, Growth and Governance : Creating an Innovative Economy*, Oxford University Press, Oxford et New York.

\_\_\_\_\_, [2000], *Contests for Corporate Control*, Oxford University Press, Oxford.

PASTRÉ O. et VIGIER M. [2003], *Le Capitalisme déboussolé*, La Découverte, coll. « Cahiers libres », Paris.

[262]

PATRICK H. [2002], « Japan's mediocre economic performance persists and fundamental problems remain unresolved », *Working Paper*, Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School, décembre.

PERELMAN M. [2002], *Steal This Idea : Intellectual Property Rights and the Corporate Confiscation of Creativity*, Palgrave Macmillan, Londres.

PEYRELEVADE J. [1993], *Pour un capitalisme intelligent*. Grasset, Paris.

PICARD C. [2003], « Endettement et internationalisation des groupes », *INSEE Première*, n° 890, mars.

PLIHON D. [1999], *Les Taux de change*, nouvelle édition, La Découverte, coll. « Repères », Paris.

\_\_\_\_\_, [2003], *Le Nouveau Capitalisme*, La Découverte, coll. « Repères », Paris.

PLIHON D. et PONSSARD J.-P., *La Montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises ?*, La Documentation française, Paris.

PORTER M. [1992], « Capital disadvantage : america's failing System », *Harvard Business Review*, septembre-octobre, pp. 65-82.

POSEN A. S. [2002], « Japan », in STEIL B. et VICTOR D. G. et NELSON R. [éd.], *Technological Innovation and National Economic Performance*, Princeton University Press, pp. 74-111.

POTTIER C., [2002], *Les multinationales et la mise en concurrence des salariés*, L'Harmattan, Paris.

Prasad E., Rogoff K., Wei S., et Kose M. A. [2003], « Effects of financial globalization on developing countries : some empirical evidence », *International Monetary Fund*, mars.

*Revue d'économie financière*, La Gouvernance financière mondiale, n° 70.

*Revue d'économie industrielle*, Les droits de propriété intellectuelle : nouveaux domaines, nouveaux enjeux, n° 99, 2e trimestre.

Robé J.-P. [1999], *L'Entreprise et le droit*, PUF, coll. « Que sais-je ? », Paris.

Roberts L. [2000], *Les Retraites aux États-Unis. Sécurité sociale et fonds de pension*, La Dispute, Paris.

Robinson J. [1956], *The Accumulation of Capital*, Macmillan, Londres.

Roturier P. et Serfati C., « Enron, la "communauté" et le capitalisme financier », *Revue de l'IREs*, n° 40.

Rybczynski T.M. [1974], « Business finance in the EEC, USA and Japan », *The Three Bank Review*, pp. 58-72.

Sipri [2003], *Sipri Yearbook 2003*, Stockholm.

Salama P. [2000], « Inégalités salariales et territoriales dans les grandes économies latino- américaines », *Revue Tiers monde*, n° 164.

Sauviat C. [2001], « Syndicats et marchés financiers : bilan et limites des stratégies nord-américaines », [263] *Revue de l'IREs* n° 36/2, p. 61-96.

\_\_\_\_\_, [2002], « Enron, une énorme défaillance de marché », *Chronique internationale de l'IREs*, n° 79, novembre, pp. 3-12.

\_\_\_\_\_, [2003a], « États-Unis : les régimes complémentaires de retraite par capitalisation en difficulté », *Problèmes économiques*, n° 2 828, 22 octobre, pp. 21-27.

\_\_\_\_\_, [2003b], « Les investisseurs institutionnels et les économies émergentes : quelques éléments de problématique et d'état des lieux », *Économies et Sociétés*, Série F, n° 41, pp. 1463-1504.

SAUVIAT C. ET PERNOT J.-M. [2000], « Fonds de pension et épargne salariale aux États-Unis : les limites du pouvoir syndical », dans *Fonds de pension et « nouveau capitalisme »*, *L'Année de la régulation*, vol. 4, La Découverte, Paris, pp. 89-115.

SCHUMPETER J. [1912], *La Théorie de l'évolution économique* (édition française avec une introduction de François PERROUX, Dalloz, Paris, 1935).

SCIALOM L. [1999], *Économie bancaire*, La Découverte, coll. « Repères », Paris.

Séminaire Marxiste (éd.) [2001a], *Une nouvelle phase du capitalisme ?*, Syllepse, Paris.

\_\_\_\_\_, (éd.) [2001b], *Crises structurelles et financières du capitalisme au XXe siècle*, Syllepse, Paris.

\_\_\_\_\_, (éd.) [2001c], *Bourgeoisie, état d'une classe dominante*, Syllepse, Paris.

SERFATI C. [1995], *Production d'armes, croissance et innovation*, Economica, Paris.

\_\_\_\_\_, [2001], *La Mondialisation armée. Le déséquilibre de la terre*, Textuel, Paris.

\_\_\_\_\_, [2001a], « The Adaptability of the French Armaments Industry in an Era of Globalization », n° 2, août, *Industry and Innovation*, pp. 221-239.

\_\_\_\_\_, [2001b], « Le système militaro- industriel américain à l'ère de la mondialisation », n° 36, *Économie et Société*, série P [Relations économiques internationales], pp. 801-820.

\_\_\_\_\_, [2003], « Coopération européenne et intégration transatlantique des industries d'armement : le cas de l'aéronautique » in KLEIN J., BUFFOTOT P., VILBOUX N. (dir.). *Vers une politique européenne commune en matière de sécurité et de défense : défis et opportunités*, Economica, Paris.

\_\_\_\_\_, [2004], *Impérialisme et militarisme au XXI<sup>e</sup> siècle*. Éditions Page 2, Lausanne [à paraître].

SGARD J. [2002], *L'Économie de la panique. Faire face aux crises financières*, La Découverte, Paris.

SHEARD P. [1994], « Main banks and the governance of Financial distress », in AOKI M. et PATRICK H. [éd.], *The Japanese Main Bank System : Its Relevance for Development and Transforming Economics*, [264] Oxford University Press, Oxford, pp. 188-230.

SIPRI [2003], *Sipri Yearbook 2003*, Stockholm.

SOTO M. [2000], « *Capital flows and growth in developing countries : recent empirical evidence* », OECD Development Centre, [www.oecd/publication/tp1.htm](http://www.oecd/publication/tp1.htm).

STIGLITZ J. [2003], « Japan's economic malaise : causes, cures and lessons for the rest of the world », *Distinguished Lecture Series-Special Report*, Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School.

THE ECONOMIST [2004], *A phoney recovery*, 28 février, pp. 77-78.

THE WHITE HOUSE [2002], *The National Security Strategy of the United States of America*, 17 septembre, sans éditeur.

TOBIN J. [2002], « Macroeconomic strategy in war times », *ECAAR News Network*, vol. 14, n° 1, pp. 1-2.

TOUSSAINT E. [1997], *La Bourse ou la vie. La finance contre les peuples*, Syllepse/CEDETIM, Paris et Bruxelles.

UNCTAD [2000], *World Investment Report 2000*, Cross-Border Mergers and Acquisitions and Development, Genève.

\_\_\_\_\_, [2001], *Handbook of Statistics, Foreign Direct Investment : inward and outward flows, 1980-2000*, Genève.

\_\_\_\_\_, [2002], *World Investment Report 2002*, International Production Networks and Development, Genève.

US GENERAL ACCOUNTING OFFICE, *Defense Industry Consolidation : Competitive Effects of Mergers and Acquisitions*, GAO/NSIAD-98-112, 4 mars, 1998.

VAN RIXTEL A. et HASSINK W. [2002], « Monitoring the monitors : Are old boys networks being used to monitor japanese private banks ? », *Journal of the Japanese and International Economics*, 16 (1), 1-30.

VELOCCI A.L. [2003], « Grading the industry », *Aviation-Week & Space Technology*, 21 juillet 2003.

WALL R. et VELOCCI A. L. [1999], « Hamre's stock concern draws mixed reaction », *Aviation Week & Space Technology*, 15 novembre.

WEINSTEIN D.E et YAFEH Y. [1995], « Japan's Corporate Groups : collusion or competitive ? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior », *Journal of Industrial Economics*, 43 (4), 359-376.

Woo D. [1999], « In search of capital crunch : Supply factors behind the credit slowdown in Japan », *IMF Working Paper* (IMF WP/99/3).

[265]

## Table

Avant-propos, par François Chesnais [5]

Quelques interrogations et thèmes majeurs [6]

Les huit contributions [9]

1. François Chesnais, “Le capital de placement : accumulation, internationalisation, effets économiques et politiques.” [15]

Les étapes et les mécanismes de l’accumulation financière [17]

La forme de mondialisation née de la libéralisation financière [25]

Un régime spécifique de propriété du capital [29]

L’extériorité de la finance par rapport à la production [34]

Une croissance mondiale très lente, concentrée sur un très petit nombre de foyers [38]

L’hypothèse d’une « insatiabilité » de la finance [42]

Les crises financières [45]

Conclusion [48]

2. Suzanne de Brunhoff, “L’instabilité monétaire internationale.” [51]

*Problèmes théoriques des taux de change* [52]

Les conceptions orthodoxes : taux de change et pouvoir d’achat des monnaies [53]

[266]

Une conception monétariste de la monnaie et du régime des changes [54]

Les conceptions hétérodoxes des taux de change [56]

*Relations monétaires et politiques internationales* [59]

Le rôle des étalons monétaires internationaux [59]

« Dollarisation » ou monnaies régionales [62]

L’hégémonie du dollar malmenée par la dette américaine ? [65]

La Chine et le circuit du dollar [66]

Polycentrisme ou coopération monétaire internationale : quelles réformes ? [67]

3. Gérard Duménil et Dominique Lévy, “Le néolibéralisme sous hégémonie états-unienne.” [71]

*Le nouveau pouvoir financier* [72]

États et classes [73]

Traits généraux du néolibéralisme aux États-Unis et en Europe [75]

*Économie de l’impérialisme états-unien* [80]

Dominer le monde [80]

La dérive de la consommation [82]

*Contradictions d’une trajectoire macroéconomique* [87]

La crise au centre [87]

Des déséquilibres croissants [89]

Entre démocratie, autoritarisme et militarisme [93]

*Annexe : États-Unis et reste du monde : profits, revenus, actifs financiers* [96]

4. Catherine Sauviat, “Les fonds de pension et les fonds mutuels : acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial”. [99]

*Des acteurs financiers d’origine distincte, dotés d’une importante force de frappe financière* [101]

Les fondements de la puissance des fonds de pension [101]

L’externalisation de la gestion des fonds [102]

L’essor de la gestion collective de l’épargne [104]

Une force de frappe financière alimentée par la Bourse [106]

[267]

*Des acteurs majeurs des marchés et de la bulle financière, animés du double impératif de rentabilité et de liquidité* [107]

Une responsabilité dans l’accroissement de l’instabilité financière [108]

Une priorité à la rentabilité financière [109]

La recherche exclusive de performances financières [110]

*La nature du nouveau pouvoir actionnarial* [113]

*Un pouvoir de contrôle contourné par les dirigeants* [115]

*Une machine à discipliner les salariés* [118]

*L’activisme actionnarial et l’investissement socialement responsable : nouvel horizon syndical ?* [121]

Le cache misère de l’éthique [122]

*Conclusion* [124]

5. Dominique Plihon, “Les grandes entreprises fragilisées par la finance.” [125]
  - La prise de pouvoir par les investisseurs institutionnels [126]
  - Les managers face à leurs nouveaux actionnaires [127]
  - Une montée spectaculaire des investisseurs étrangers [128]
  - Le processus de dispersion de la détention du capital [130]
  - La politique des nouveaux détenteurs du capital [132]
  - Le comportement prédateur des acteurs du capitalisme financier [135]
  - Les entreprises déstabilisées par leurs opérations internationales [139]
    - Les grandes entreprises piégées par la crise boursière [140]
    - Réguler le capitalisme financier ? [143]
  
6. Esther Jeffers, “La place de l’Europe dans la valorisation mondiale des capitaux de placement financier.” [146]
  - Une accumulation financière et des structures d’actifs différenciés* [148]
    - L’accumulation financière britannique [149]

[268]

  - L’accumulation financière française [151]
  - Quelques éléments sur l’Allemagne [153]
  - La configuration différenciée des investisseurs et des portefeuilles [154]
  - La concurrence entre les places financières européennes* [157]
  - Les flux transatlantiques des années 1990* [161]
  - Les opérations européennes en Amérique latine et dans les pays candidats à l’élargissement* [165]
  - Conclusion* [169]
  
7. Marianne Rubinstein, “Le Japon : du miracle économique à la débâcle financière.” [171]
  - Un système financier dédié au développement industriel* [173]
    - L’adoption du principe de cloisonnement [173]
    - Le système de la banque principale [174]
  - Le processus de déréglementation financière* [177]
    - La logique déréglementaire [178]
    - Nouvelles activités, nouveaux risques et « myopie au désastre » [181]
  - La profondeur de la crise financière* [184]
    - Fragilité bancaire et de l’assurance-vie [185]



Les défaillances des autorités de tutelle [187]

*De la crise financière à la crise économique* [189]

Les mécanismes de transmission du choc financier à l'économie réelle [189]

Une crise structurelle [192]

*Conclusion : vers une sortie de crise ?* [194]

8. Mamadou Camara et Pierre Salama, "L'insertion différenciée aux effets paradoxaux des pays en développement dans la mondialisation financière." [196]

*La mondialisation financière : un processus non intégrateur pour la majorité des pays en développement* [197]

L'insertion par les flux bancaires [205]

Les flux liés à la dette [205]

L'insertion par les flux d'investissements internationaux [206]

[269]

*Quelques effets pervers de la nouvelle insertion financière des pays émergents : l'exemple de l'Amérique latine* [211]

Des crises financières d'un type différent [211]

Les effets pervers croissants de la libéralisation sur les régimes d'accumulation [214]

*Conclusion* [220]

9. Luc Mampaey et Claude Serfati, "Les groupes de l'armement et les marchés financiers : vers une convention « guerre sans limites » ?" [223]

*Les restructurations industrielles sous la coupe de la finance* [225]

La finance investit l'armement [225]

Concentration verticale et pouvoir relationnel [229]

Réenclavement et surcapacités industrielles [232]

*Des « fondamentaux » solides* [235]

Anticipations autoréalisatrices [235]

Les dividendes de la guerre [237]

Des performances boursières élevées, des risques limités [240]

*Un nouveau « bloc social » : la finance, l'armement et le politique* [245]

Une nouvelle institution, le Département de la sécurité nationale [245]

Les technologies de l'information et sécuritaires [247]

*Vers une convention boursière « guerre sans limites » ?* [249]

Bibliographie générale [252]

**Fin du texte**