

évidemment encouragé par les banques, dont les transactions financières constituent la matière première et dont la « technicité » demeure généralement bien supérieure à celle de leurs clients. Certains groupes industriels, et pas seulement ceux qui ont subi de lourdes pertes, se plaignent de la pression exercée par les banques pour les inciter à intervenir plus massivement sur ces marchés²⁷, en les laissant parfois démunis devant la complexité et l'opacité des opérations. Ainsi, l'accusation principale portée par Procter & Gamble dans son procès contre la Bankers Trust porte sur la non-divulgaration de modèles mathématiques servant de base au *swap* de taux d'intérêt²⁸.

Cette implication des groupes entraîne des coûts de gestion élevés : à titre d'exemple, en France, pour se couvrir sur le dollar à 5,30 F à six mois, il faut payer 2,6 % du montant nominal du contrat et 4,4 % à deux ans. Sur le marché des options de taux d'intérêt, pour s'assurer un taux d'intérêt à 6,5 %, l'option à deux ans coûte 1,7 %, à cinq ans 6,5 %²⁹. Les coûts moyens de couverture sur produits dérivés seraient de 3 % à 5 % du montant des contrats³⁰. De plus, les coûts fixes élevés incitent les intervenants à augmenter le volume de leurs opérations sur ces marchés. Tout cela élève donc durablement le seuil de rentabilité économique des projets industriels financés par des emprunts et ses multiples couvertures, mais, symétriquement, encourage les groupes détenteurs de liquidités à les placer sur ces marchés dans l'espoir de réaliser un gain à la date d'échéance de l'option.

La montée des placements financiers des groupes français dans les années 1980

Au cours des années 1980, les groupes français se sont profondément insérés dans le double mouvement de globalisation financière et

27. « Managing Risk », Special Report *Business Week*, 31 octobre 1994.

28. Cf. l'intervention de P.-Y. Chabert, « La responsabilité des intermédiaires financiers face à leur clientèle d'entreprises en matière de produits dérivés de gré à gré », *Forum international Interfinances-Expobanques*, 17 mars 1995.

29. Ces données sont tirées de la revue de *Saint-Gobain-Pont-à-Mousson* (septembre 1994).

30. La raison de ce coût élevé tient à la situation asymétrique dans laquelle se trouvent les deux parties du contrat : si l'acheteur d'options ne semble risquer que le coût de la prime (puisque'il peut toujours abandonner son option), le vendeur est quant à lui contraint d'exécuter son contrat si l'acheteur le lui demande : en cas de fortes variations des cours des sous-jacents, il encourt donc des risques de perte illimités qu'il cherche à compenser au moyen de primes d'un montant élevé (D. Arnoud, *Le Marché des actions en France*, A. Colin, 1994, p. 286).

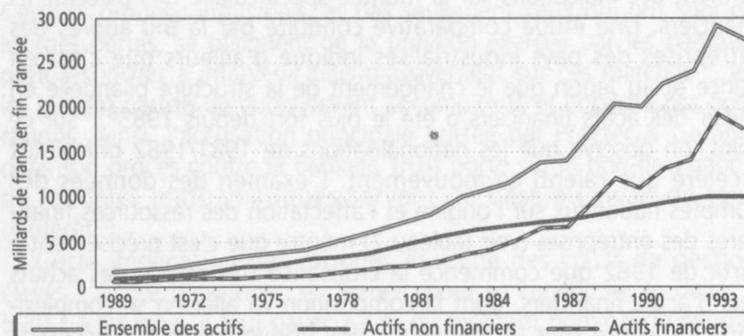
de mondialisation de l'économie. En dépit de certaines limites, sur lesquelles nous reviendrons, les comptes synthétiques qui sont publiés donnent des indications sur la montée spectaculaire des placements financiers. Une étude comparative conduite par la BRI auprès des entreprises des pays industrialisés indique d'ailleurs que c'est en France et au Japon que le changement de la structure bilantielle en faveur des actifs financiers a été le plus fort depuis 1983³¹. Sur ce point, on observe que les nationalisations de 1981/1982 ont plutôt accéléré que ralenti ce mouvement. L'examen des données des Comptes nationaux sur l'origine et l'affectation des ressources financières des entreprises (voir tableau 2) montre que c'est précisément à partir de 1982 que commence la croissance très rapide des achats nets d'actifs financiers, dont la composition va aller en se complexifiant à mesure que les décisions des gouvernements successifs (Fabius, Chirac, Rocard) élargissent la gamme des possibilités offertes aux entreprises qui sont en mesure de mobiliser des capitaux importants³².

Ces mesures (voir plus loin l'encadré qui leur est consacré) avaient pour objectif d'inscrire les marchés financiers et monétaires français dans le mouvement de globalisation décrit dans les chapitres précédents. Entre 1982 et 1989, la part de l'investissement productif dans les emplois des entreprises françaises est passée de 76 % à 47 %, et les acquisitions d'actifs financiers sont passées de 2,9 % à 35 %, cette augmentation se partageant en proportions à peu près égales entre les immobilisations financières (actions, obligations) et les placements (titres du marché monétaire, Sicav). En dépit d'un ralentissement du rythme d'acquisition des actifs financiers depuis 1990, la déformation des bilans des sociétés et quasi-sociétés non financières (SQSNFP, S10) au profit des actifs financiers est très nette lorsqu'on regarde l'évolution des encours entre 1980 et 1994, et la rupture qui s'opère à partir de 1987 entre l'évolution des stocks d'actifs financiers et celle des actifs non financiers est assez perceptible sur le graphique 1. L'évolution du passif est caractérisée par l'accroissement d'un mode de financement « direct » au détriment du recours aux banques, qui caractérisait traditionnellement le comportement des entreprises françaises au cours des trois décennies d'après-guerre.

31. J.T. Kneeshaw, « A Survey of Non-financial Sector Balance Sheet in Industrialized Countries : Implications for the Monetary Policy Transmission Mechanism », *Working paper*, n° 25, BIS, avril 1995.

32. Sur les mesures de déréglementation et d'incitation à l'innovation financière prises en France, voir C. Saint-Étienne, *Financement de l'économie et politique financière*, 1990, Hachette.

Graphique 1
Évolution des encours d'actifs financiers
et productifs des entreprises françaises depuis 1990



Source : « Vingt-cinq ans de comptes de patrimoines », *INSEE résultats*, n° 348, 1994.

Parmi les mesures importantes de libéralisation des marchés qui intéressent directement les entreprises, on peut citer celle qui, prise en mars 1985, permet aux entreprises d'intervenir directement sur le marché monétaire (jusqu'alors réservé aux banques et institutions financières) en émettant des billets de trésorerie, qui sont des titres négociables à court terme (dix jours à sept ans). À partir de 1989, les entreprises ont pu émettre ces billets hors de France. La même mesure autorise les banques et les institutions financières à émettre le même genre de titres, appelés dans ce cas certificats de dépôt. Avec ces titres du marché monétaire (TMM), les entreprises disposent non seulement d'un accès au crédit à des taux aussi avantageux que ceux offerts par les banques³³, mais également, en cas de liquidités disponibles, d'un moyen de placement financier à court terme, puisque en fait, en 1993, les émissions de billets pour une durée comprise entre dix et quarante jours ont représenté la quasi-totalité (80 %) des émissions. C'est ce qu'indique la présence de ces TMM (F30 dans la nomenclature de la Comptabilité nationale) à la fois en ressources et en emplois du compte financier des sociétés et quasi-sociétés non financières : à la fin de l'année 1994, l'encours de créances en TMM détenu par les entreprises s'élevait à 363 milliards de francs, pendant que leur encours de dettes en TMM s'élevait à 147 milliards de francs.

Ces émissions de billets de trésorerie dont la valeur unitaire est généralement supérieure à 50 millions de francs et qui ont enregistré

33. Le directeur de Lafarge-Coppée déclare que son groupe se finance à des taux identiques à ceux auxquels les banques se refinancent sur le marché interbancaire, *Option Finance*, n° 220, 20 juillet 1992.

une croissance considérable sont réservées à une poignée de grands groupes : ainsi, en 1993, Nestlé-France a représenté à lui seul 9 % du total des émissions, et les 10 premières entreprises ont réalisé 37 % des émissions. En effet, les contraintes administratives sont jugées lourdes (publication de situation trimestrielle), mais, surtout, le marché des billets de trésorerie exige une présence continue qui oblige l'entreprise à émettre des billets, même en période de trésorerie excédentaire, afin de rester attractive pour la clientèle. Selon certaines études³⁴, ce phénomène d'accès direct des entreprises au marché monétaire se serait plus développé en France que dans la plupart des autres pays européens.

Tableau 2
Origine et affectation des ressources financières
des entreprises françaises
(structure des flux annuels, en %)

Affectation	1973	1977	1979	1982	1986	1989	Origine	1973	1977	1979	1982	1986	1989
Investissement (1)	74,3	64,7	78,0	71,0	68,8	47,6	Épargne brute	54,7	48,1	60,9	43,9	51,4	39,7
Variation des stocks	12,1	10,4	8,2	1,2	0,7	2,7	Transferts (5)	1,1	1,0	0,9	1,1	3,0	1,4
Achats nets d'actifs financiers	2,4	3,1	2,9	10,4	17,1	36,4	Émission nette d'actifs financiers	9,9	11,5	13,4	14,5	37,4	27,6
- dont actions et participations	1,7	2,4	2,1	8,4	8,4	15,3	dont						
- obligations	0,7	0,8	0,8	2,1	0,2	2,8	- actions	8,0	8,9	12,1	11,5	29,6	20,2
- parts de SICAV	-	-	-	-	6,1	10,3	- obligations	2,0	2,6	1,3	3,0	4,0	2,5
Titres du marché monétaire	-	-	-	-	2,5	7,0	- billets de trésorerie	-	-	-	-	3,7	4,9
Variation nette des liquidités (2)	5,7	17,2	11,5	7,2	3,7	4,4	Variation nette des crédits bancaires à moyen et long terme	34,2	41,4	24,8	40,5	-1,8	31,3
Variation nette des autres créances (3)	-1,9	-0,9	-2,4	7,2	11,6	8,4	à court terme	25,0	26,8	18,2	18,4	6,0	21,4
Ajustement (4)	7,4	5,5	3,8	2,9	0,1	1,5		9,1	14,6	6,6	22,1	-7,8	9,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Formation brute de capital fixe et acquisition de terrains et actifs incorporés.

(2) Dépôts à vue et à terme auprès des agents financiers.

(3) Crédits commerciaux et réserves d'assurance.

(4) Ajustement comptable qui résulte de l'écart entre le solde des opérations financières et le besoin de financement.

(5) Aides à l'investissement et autres transferts en capital.

L'enregistrement en variation nette ne prend en compte que le solde des variations ayant affecté un poste. Par exemple, les entreprises émettent chaque année de nouvelles obligations, et remboursent certaines de celles émises antérieurement : le solde est une « émission nette d'obligations ».

Source : CERC 1990, reproduit dans *Problèmes économiques*, 23 janvier 1991.

34. C. Belhomme, C. Dupuy, N. Matta, R. Salomon, « Dix années d'innovations financières en Europe : développement des marchés et changements de comportement des agents », *Documents de travail Caisse des dépôts et consignations*, n° 1991-08/E, mai 1991.

Au terme de cette évolution qui n'a demandé que quelques années, les grandes entreprises françaises possèdent la possibilité « de gérer leur trésorerie comme un centre de profit » [BNP, *Lettre semestrielle*, 1993, p. 4].

Cette forte poussée des activités financières des groupes français et de l'internationalisation de leurs activités ont été concomitantes. À partir du milieu des années 1980, un accroissement considérable des investissements à l'étranger peut être constaté. Ces investissements demeurent concentrés sur un nombre limité de grands groupes³⁵ : les groupes de plus de 10 milliards de francs réalisent 60 % des opérations de croissance externe à l'étranger³⁶. Ce mouvement a été d'autant plus important qu'il avait pris du retard sur celui engagé par les groupes des autres pays industrialisés. La décennie 1980 est la première où le rythme de croissance des investissements à l'étranger des groupes français est du même ordre de grandeur que celui de leurs concurrents étrangers.

La mondialisation des activités industrielles des plus grands groupes français, saluée parfois de façon un peu emphatique comme un signe de dynamisme, là où il faudrait parler de « rattrapage », a été un support robuste à la montée de leurs activités financières, dont nous avons donné quelques éléments chiffrés. La « globalisation » signifie pour eux la possibilité de gérer leurs actifs sous des formes diversifiées, qu'elles soient industrielles ou financières. Sur le terrain financier, les plus grands groupes français se sont rapidement hissés au niveau des groupes étrangers. Il est vrai que, pour contourner le contrôle sur les mouvements de capitaux, lorsqu'il existait encore, plusieurs grands groupes avaient déjà implanté leur centre d'intervention à l'étranger (notamment en Suisse)³⁷. Les groupes français développent désormais une activité financière à destination d'une clientèle composée de firmes et même parfois d'institutions financières. Ils vendent des services d'ingénierie financière, louent leurs réseaux de transmission de données pour le transfert de règlements internationaux, leur département fusions-acquisitions réalise des expertises pour d'autres firmes, et la création de banques d'entreprises est de plus en plus fréquente³⁸.

35. Banque de France, « Croissance externe des groupes français à l'étranger, Diagnostic 1991 », *Banque de France, Direction des entreprises*.

36. Notion assez floue qui comprend des transferts d'actifs, des prises de participation, etc.

37. « Les entreprises françaises ont une forte culture de change, note un banquier », V. Nau et P.-A. Delhommis, « Les entreprises spéculent-elles ? », *Option finance*, n° 313, 27 juin 1994.

38. Cf. K. Ohana, *op. cit.*

Le tableau 3 fournit une indication sur la croissance des activités financières menées à l'étranger par les entreprises françaises.

Tableau 3
Prêts et placements à l'étranger des entreprises françaises
recensés par la Banque de France
(milliards de francs)

	1991		1992		1993		1994	
	FF	Devises	FF	Devises	FF	Devises	FF	Devises
	5,3	17,8	16,4	20,3	16,8	23,2	20,7	30,5
Total des prêts et placements des entreprises	23,1		36,9		40		51,2	

Source : Balance des paiements, mise à jour le 22 mai 1995.

Calendrier des principales innovations financières
concernant les sociétés et quasi-sociétés non financières

14 décembre 1985 : création des titres de créances négociables (dont les billets de trésorerie pour les entreprises).

22 janvier 1991 : ouverture du marché des billets de trésorerie aux entreprises non résidentes (la France était pionnière car les marchés américains et japonais étaient fermés aux non-résidents).

Démantèlement du contrôle des changes. Principales étapes :

4 octobre 1985 : suppression des restrictions relatives aux crédits commerciaux à l'exportation libellés en francs français (FF).

15 mai 1986 : suppression de l'obligation de cession anticipée des recettes en devises des exportateurs.

21 mai 1986 : couverture à six mois généralisée à tous les produits.

18 décembre 1986 : libéralisation des prêts financiers aux non-résidents.

23 décembre 1988 : autorisation de prêts de titres libellés en francs aux institutions financières non résidentes susceptibles d'assurer la contrepartie. Ce qui signifie que les prêts de francs (sous forme de titres) aux non-résidents sont totalement libéralisés.

9 mars 1989 : liberté totale de prêts en francs (sous n'importe quelle forme).

Source : À partir de D. Zerah, *Le Système financier français*, Notes et études documentaires, n° 4980/81.

L'objectif des groupes français est de s'émanciper des tutelles réglementaires nationales (y compris bien sûr de celles existant en France) et de tirer profit de toute la gamme des innovations financières et de la déréglementation des marchés financiers. Les groupes français ont accru le recours aux euro-emprunts, qu'il s'agisse d'obligations (moyen et long terme) ou de papier commercial (court terme). Cependant, ce sont l'intervention sur les marchés des changes et les

possibilités de gains élevés et rapides qui attirent de plus en plus les groupes français. Nombre d'entre eux, à l'instar des autres grands groupes multinationalisés, ont créé des départements « marchés » dont certains n'ont rien à envier à ceux des banques. Bien qu'il n'existe pas de statistique officielle (voir l'encadré sur les difficultés d'évaluation des mouvements financiers des grands groupes industriels), les indications dont nous disposons suggèrent que les plus grands groupes français ont des interventions quotidiennes sur le marché des changes de Paris qui dépassaient 500 millions de francs en 1993.

L'enquête triennale menée par la Banque de France pour le compte de la BRI³⁹ confirme cet attrait pour la valorisation de court terme. Sur le marché des changes de Paris, les interventions des entreprises résidentes (qui pour l'essentiel sont des entreprises françaises) se sont élevées à 107 milliards de dollars pour le mois d'avril 1992 (la BRI prend ce mois comme base de référence pour ses enquêtes). Elles ont plus que doublé en trois ans puisqu'elles s'élevaient à 45 milliards de dollars en avril 1989. Ces interventions des entreprises résidentes sur le marché des changes sont cinq à dix fois supérieures aux besoins de règlement de leurs transactions commerciales⁴⁰. Les banques centrales disposent donc de moyens limités dès lors que les directions des groupes décident, de concert avec les banques et institutions financières, de mobiliser des ressources de cette magnitude pour spéculer sur les taux de change des monnaies.

La difficulté de mesurer l'activité des groupes à spécialisation industrielle sur les marchés financiers

Il est difficile de connaître avec précision l'activité des groupes français sur les marchés financiers internationaux. Trois sources de renseignements macroéconomiques sont disponibles. La balance des paiements, qui constitue la première source, recense en flux les placements à court terme (papier commercial, avoirs en comptes courants...) qui apparaissent dans la rubrique mouvements de capitaux à court terme du secteur non financier mais sans distinguer parmi les prêteurs les sociétés et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Toutefois, pour 1991, le rapport annuel de la balance des paiements estime que les flux correspondant à ces placements à court terme se partagent pour moitié entre les deux. Plus gênant, la balance des paiements, étant

39. Banque des règlements internationaux, *Central Bank Survey of Foreign Market Activity*, Bâle, mars 1993.

40. Selon les résultats de l'enquête de la BRI, l'intervention des groupes ont continué à augmenter entre avril 1992 et avril 1995, jusqu'à un niveau de 143 milliards de dollars même si leur importance relative a diminué par rapport à celle des institutions financières et des banques.

construite sur la base des règlements, ne comptabilise pas les opérations de change à terme, les instruments conditionnels, etc., qui se sont fortement développés avec la déréglementation. Elle ne tient pas plus compte des placements infra-annuels, souvent de quelques jours, alors que, à certaines périodes de l'année, de tels placements sont majoritaires, selon le rapport annuel sur la balance des paiements 1991 (p. 98). Il n'est donc pas possible de connaître le montant de ces flux bruts (ceux correspondant aux interventions quotidiennes), qui renseignerait pourtant utilement sur le poids des groupes multinationaux sur ces marchés. En encours, la balance enregistre les placements du secteur privé non bancaire, regroupant une fois encore les entreprises et les OPCVM. La deuxième source est constituée par les enquêtes de la BRI : les banques déclarantes annoncent les avoirs de non-résidents selon leur résidence d'origine. Il est ainsi possible de connaître, grâce aux déclarations d'une banque allemande, le montant des dépôts qui sont faits chez elle par des résidents français. Mais, là encore, les encours des entreprises ne sont pas isolés des autres institutions non bancaires. La troisième source est l'enquête-titres effectuée chaque trimestre par la Banque de France auprès des banques résidentes qui doivent déclarer le montant de titres étrangers (actions, obligations, OPCVM) détenus par les résidents. Mais, pour notre recherche, cette enquête présente l'inconvénient de ne pas comptabiliser le portefeuille des titres étrangers détenus par les sociétés françaises mais acquis grâce à des intermédiaires financiers non résidents.

Notons que ces difficultés ne concernent pas que les groupes français. Ainsi, le rôle croissant des groupes multinationaux sur les marchés financiers internationaux est minoré dans les statistiques officielles qui montrent qu'une grande partie des transactions (80 % environ) consiste en opérations interbancaires. Or, sur le marché des changes, selon la BRI, ces opérations deviennent de plus en plus difficiles à distinguer de celles engagées par les institutions non financières* car celles-ci se sont lancées dans des activités qui étaient traditionnellement l'apanage des banques et des dealers. Inversement, les banques ont modifié leur intervention et apparaissent parfois comme clients sur les marchés des changes. En conséquence, le classement des opérations par type de contreparties (banques, non-banques, ménages, institutions officielles) n'apporte pas beaucoup de lumière [BRI, 1990, p. 4].

Au niveau des sources provenant des entreprises, les rapports annuels publiés indiquent généralement le montant des dettes contractées auprès de non-résidents, la devise d'emprunt, etc., mais ne donnent pas les mêmes renseignements pour les immobilisations financières et les valeurs mobilières de placement.

* Banque des règlements internationaux, *Survey of Foreign Market Activity*, Bâle, février 1990.

Croissance des actifs financiers et investissements productifs : l'approche par les modèles de portefeuille

En France, la croissance des *actifs financiers* (au sens donné en comptabilité et dans la littérature par opposition aux *activités productives*) a été suffisamment forte pour que, dès le milieu des années

1980, on s'inquiète de son impact sur l'investissement productif⁴¹. La *Revue d'économie financière* a intitulé un des chapitres d'une étude consacrée aux crises financières : « Le développement des activités financières : support ou parasite de la croissance⁴² ? »

La faiblesse persistante du niveau d'investissement productif exige que cette problématique soit sérieusement explorée. En effet, en dépit de la reprise du taux de formation brute de capital fixe (FBCF) observée à partir de 1985 et qui s'est interrompue en 1990, le taux d'accumulation du capital productif (défini par l'INSEE comme le rapport entre le flux d'investissement productif annuel – ou FBCF – et le stock de capital productif installé) ne s'est pratiquement pas amélioré sur cette période pour l'ensemble des entreprises françaises. Selon l'OFCE⁴³, l'effort d'investissement n'aurait donc pas été suffisant pour permettre une augmentation significative du stock de capital manufacturier. Depuis 1990, l'effondrement du flux d'investissement productif est spectaculaire (tableau 4).

Tableau 4
Évolution de l'investissement productif
et des actifs financiers depuis 1990

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Investissement productif (% de variation en volume)	8	5,5	- 3,8	- 5	- 9	- 0,5	6
Acquisitions d'actions (hors OPCVM, en milliards de francs)	50	40	- 31	46	- 40	2	12
Placements et liquidités (en milliards de francs)	144	- 40	4	196	48	30	75

Sources : INSEE (1991/1992/1993), BNP-DEE (1994/1995)

Certains travaux ont porté sur la recherche d'un éventuel effet d'éviction des investissements productifs, provoqué par cette montée en force des actifs financiers détenus par les entreprises. Dans une des premières études consacrées à la question des effets d'éviction,

41. Les travaux de la 17^e journée de la centrale des bilans (novembre 1992) avaient pour thème : « Investissements physiques et investissements financiers des entreprises françaises ».

42. « À propos de la crise financière », *Revue d'économie financière*, n° 5/6, juin/septembre 1988.

43. O. Passet, V. Przedborski, V. Riches, « De la reprise de l'investissement à la croissance du capital », *Observations et diagnostics économiques*, OFCE, n° 30, janvier 1990.

Épaulard et Szpiro ont estimé, quoique de façon prudente, qu'il n'était pas possible de conclure à « un effet d'éviction des placements financiers sur le capital physique » au cours de la période 1979-1986⁴⁴. Ce serait là le résultat de calculs économétriques fondés sur un modèle de choix de portefeuille effectué par les entreprises entre leur décision d'investissement productif et des placements financiers à partir des taux de rendement anticipés comparés et d'une aversion au risque. Dans un travail effectué au service de la centrale des bilans de la Banque de France⁴⁵, M. Bardos estime que ces résultats s'appuient sur des bases fragiles. Ainsi, sur les 1 445 entreprises étudiées par Épaulard et Szpiro, seules 414 ont un comportement qui correspond au modèle de choix de portefeuille qui sert d'hypothèse de base à cette étude et, sur cet effectif, « 240 exhibent une complémentarité entre capital physique et titres financiers » (p. 183). Pour M. Bardos, la conclusion d'absence d'effet d'éviction tirée de ces tests paraît peu solide. Pour les autres firmes de l'échantillon d'Épaulard et Szpiro, un autre modèle de comportement est proposé (fonction d'investissement), dont les auteurs écrivent qu'« il ne fournit qu'une explication incomplète des phénomènes » (p. 186).

On peut faire deux catégories d'observations sur cette approche : la première porte sur les problèmes posés par les données statistiques sur lesquelles sont fondées ces analyses ; la seconde, de portée plus conceptuelle, et qui sera traitée dans la section suivante, concerne l'approche de la relation actifs financiers/actifs productifs par les modèles de portefeuille. Sur le premier point, on doit d'abord noter la difficulté à saisir les mouvements financiers dans toute leur ampleur à travers la lecture des comptes des entreprises. Plusieurs chercheurs, qui ont travaillé sur ces questions à l'occasion de la journée de la centrale des bilans organisée sur le thème « Investissements physiques et investissements financiers », ont indiqué ces limites. Les limites les plus contraignantes indiquées dans les études viennent : de la gestion centralisée de la trésorerie des groupes⁴⁶ qui rend très difficile la réponse à la question d'un éventuel effet d'éviction, de la distinction

44. A. Épaulard et D. Szpiro, « Investissement financier, investissement physique et désendettement des firmes : Y a-t-il arbitrage ? » *Revue économique*, vol. 42 n° 4, juillet 1991, p. 186.

45. M. Bardos, « Y a-t-il effet d'éviction entre les placements financiers des sociétés et leurs investissements productifs ? », *miméo Banque de France, centrale des bilans*, 1992. Ce document est (pour l'essentiel) reproduit dans la *Revue d'analyse financière*, n° 26, automne 1993.

46. J. Prohin, M. Vignolles, « Gestion des placements et politique d'investissement des entreprises industrielles », 17^e journée de la centrale des bilans, novembre 1992.

entre immobilisations financières et les valeurs mobilières de placement⁴⁷, distinction faite en comptabilité mais bien plus problématique en réalité; enfin, de l'absence de données sur les mouvements financiers infra-annuels⁴⁸. Il faudrait bien entendu ajouter les obstacles dressés, à la lecture des bilans et des comptes de résultats, par la mondialisation des activités des groupes dont nous avons parlé plus haut.

Ensuite, même avec ces limites importantes, les données fournies par les centrales de bilan permettent d'apporter une réponse plus nuancée et beaucoup moins positive sur la relation actifs financiers/investissements productifs, comme le soulignait la note de synthèse des travaux de la journée des centrales de bilan de 1992.

Enfin, l'étude d'Épaulard et Szpiro s'appuie sur des données qui sont collectées au niveau des entreprises par les centrales de bilan de la plupart des institutions, alors qu'à notre avis le groupe est sans conteste le niveau pertinent, en tout cas pour l'analyse des décisions stratégiques en matière financière. Les études fines menées à partir du fichier des centrales de bilans confirment en effet que la détention d'actifs financiers reste l'apanage des plus grands groupes français, même si ce comportement a commencé à se diffuser dans le tissu des entreprises françaises. En 1988, 30 entreprises détenaient plus de 40 % du total des encours financiers, 100 entreprises, près de 60 % et 400 entreprises, 75 %. Ces entreprises appartiennent en grande majorité à des groupes⁴⁹. Or le comportement des entreprises est très différent selon qu'elles sont indépendantes ou filiales de groupe, comme l'indique une étude menée à la Banque de France⁵⁰. La rentabilité économique (celle résultant de la mise en valeur du capital productif) obtenue par les deux types d'entreprises (indépendantes ou

47. Le plan comptable distingue les *immobilisations financières*, composées principalement de titres de participation et qui traduisent un intérêt durable des sociétés détentrices de ces titres sur les sociétés qui les émettent, et les *valeurs mobilières de placement*, qui sont des « titres acquis par l'entreprise en vue de tirer un revenu direct ou une plus-value à brève échéance » et qui, outre les titres du marché monétaire, comprennent des actions et des obligations.

48. Cf. « Les bilans de fin d'exercice ont perdu la trace des montants de beaucoup de leurs placements à court terme, seuls les résultats financiers qu'ils ont pu générer demeurent », M. Bardos, *Investissements productifs et croissance externe*, 17^e journée des centrales de bilan, novembre 1992.

49. M. Bardos et B. Paraque, « Investissement productif et croissance externe », B92/21 *Banque de France*, 1992.

50. D. Beau, « Les influences de l'appartenance à un groupe sur les structures et les résultats des entreprises industrielles », *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 38, 1991.

filiales) est à peu près similaire. En revanche, la rentabilité financière des entreprises membres d'un groupe est nettement supérieure à celle des entreprises indépendantes. Cela résulte des nombreux avantages conférés par l'organisation en groupe : obtention de meilleures conditions d'emprunt (taux d'intérêt apparent de 11,9 % contre 14,5 % pour les firmes indépendantes), accès plus aisé et moins coûteux au marché des fonds propres, etc. L'importance de la circulation financière interne au groupe permet également de nettement mieux rémunérer les actionnaires (les dividendes représentent 29 % de l'excédent global d'exploitation contre 16 % pour les entreprises indépendantes). Ces avantages spécifiques conférés par l'organisation en groupe ne sont pas intégrés par les analyses qui prennent appui sur les comptes des entreprises.

Sur la nature du capital centralisé par les groupes

Il nous semble nécessaire de repartir d'une conception globale de la valorisation du capital pour essayer de mieux cerner les interactions entre les placements financiers et l'investissement productif. Les modèles de portefeuille qui fondent les approches en termes d'effets d'éviction supposent que, à chaque période, les entreprises arbitrent leurs actifs physiques et financiers en fonction des rendements anticipés et du risque encouru par ces actifs. Il existe donc une réversibilité qui est possible à chaque période entre les deux types d'investissements, ce qui permet une parfaite « substituabilité » entre actifs physiques et actifs financiers⁵¹. On sait, comme le rappelle J. Crotty, que l'hypothèse de réversibilité de l'actif physique à tout moment constitue une des propositions maîtresses de la théorie néoclassique de l'investissement. Cette hypothèse est totalement irréaliste. Les décisions des directions d'entreprise de réaliser (ou de ne pas réaliser) des investissements physiques (d'accumuler des moyens de production) sont des décisions stratégiques qui ont une dimension pluriannuelle et produisent des phénomènes d'irréversibilité (au moins à moyen terme)⁵². En outre, la réversibilité supposée implique que les action-

51. « Les biens en capital peuvent être revendus à tout moment pour rembourser la dette qui a servi à les financer », James R. Crotty, « Neoclassical and Keynesian Approaches to the Theory of Investment », *Journal of Post-Keynesian Economics*, été 1992, vol. 14, n° 4, p. 488.

52. Notons que l'utilisation d'un modèle de portefeuille, qui stipule l'aversion au risque du détenteur de ce « portefeuille », implique donc que le dirigeant soit aussi actionnaire, afin de connaître également une aversion au risque pour son capital. Faute de quoi, il y aurait asymétrie d'information.

naires soient capables de réaliser l'allocation optimale des ressources vers les actifs financiers ou vers les actifs productifs parce qu'ils connaissent les rendements obtenus par ces deux types de placement. Or, en réalité, l'incertitude porte à la fois sur le taux de rentabilité anticipé du capital investi dans la production et sur celui des actifs financiers.

À notre avis, étudier la relation entre les investissements productifs et les « investissements » financiers exige de ne pas les considérer comme de simples choix alternatifs, aisément réversibles et mutuellement exclusifs, opérés par des individus rationnels à partir des « signaux » de rentabilité dont ils disposent. Il faut plutôt revenir sur la nature du capital-argent centralisé par les holdings de groupes ainsi que sur le mouvement de valorisation qui lui est imprimé par la globalisation financière. Ce qu'on appelle la « financiarisation » des groupes à partir des années 1980 a concerné tout autant le mode de financement de leur activité, c'est-à-dire l'argent nécessaire au début du processus de valorisation du capital (« A ») que les conditions et les modalités de sa valorisation (parvenir à : « A' » > « A »). Elle signifie, en particulier, une multiplication des circuits directs de valorisation A... A' (c'est-à-dire sans passer par le cycle de production). Tel est le cas lorsque l'émission de titres et le recours à l'endettement bancaire ou désintermédié fournissent aux groupes des ressources qu'ils utilisent pour acquérir des valeurs mobilières et/ou qu'ils deviennent à leur tour prêteurs en souscrivant des bons du Trésor et du papier commercial ou bancaire (billets de trésorerie et certificats de dépôts en France). Comme P.-B. Ruffini le précise à juste titre, la globalisation des marchés (déréglementation, désintermédiation, décloisonnement) « rend possible, pour tout intervenant, l'interconnexion étroite des opérations d'endettement, de placements, de couverture (options, *swaps*)... Cela peut conduire le trésorier à s'endetter sans que l'entreprise ait un impérieux besoin de fonds, mais simplement parce que les conditions du marché sont avantageuses⁵³ ».

C'est un fait avéré que, depuis le début des années 1980, le processus simultané d'endettement (et de levée de fonds propres) et l'acquisition d'actifs s'est auto-alimenté : la demande de titres, largement encouragée par le recours à l'endettement, a fait monter les cours, ce qui a permis aux groupes acquéreurs, selon les cas, soit de les revendre avec de confortables plus-values, soit de les utiliser comme collatéraux pour obtenir de nouveaux crédits ou émettre de

53. Cf. P.-B. Ruffini, « L'internationalisation du financement de l'industrie », dans Aréna et alii éditeurs, *Traité d'économie industrielle*, p. 757.

nouvelles actions et obligations. Une petite partie seulement de ces ressources collectées ont été transformées en capital productif. B. Friedman résume ainsi cette évolution en ce qui concerne les entreprises américaines : « Pourquoi l'excès de crédit a-t-il atteint une importance aussi extraordinaire ? Pourquoi la communauté financière et les milieux d'affaires américains ont-ils tourné le dos aux pratiques bilantielles et à la couverture des opérations qu'elles adoptaient depuis des décennies ? La caractéristique distinctive du mouvement de levier (*leverage movement*) réside précisément dans le fait d'accroître continuellement l'effet de levier [souligné dans le texte]⁵⁴. Une conclusion similaire est tirée par d'autres chercheurs⁵⁵. Ainsi, C. Merle et H. Stoclin⁵⁶ analysent également le financement des OPA par la dette, dont une des conséquences conduit à « la thèse, largement partagée [selon laquelle] les dépenses de capital fixe et de recherche sont pénalisées dans le souci de comprimer les dépenses et d'affecter le *cash flow* de façon prioritaire au remboursement de la dette ».

Une analyse du comportement des groupes français depuis la seconde moitié des années 1980, permet, *mutatis mutandis*, de souligner des comportements analogues. Les acquisitions d'actifs financiers ont considérablement progressé⁵⁷, en même temps qu'augmentaient l'endettement ou les fonds propres et quasi-fonds propres pour financer ces acquisitions. Puis, pour attirer et garder la confiance des actionnaires que les entreprises ont sollicités, il a fallu distribuer des dividendes qui assurent des rendements du même ordre que ceux servis sur les valeurs obligataires et autres créances. Pour les groupes étudiés par J.-M. Vieille, les dividendes sont passés de 1 % de la valeur ajoutée en 1983 à 3 % en 1990. Ces revenus distribués ont été prélevés sur les profits réalisés dans la production mais également financés par des emprunts. À son tour, le gonflement des cours, qui

54. B.M. Friedman, « The Minsky Cycle in Action : But Why ? », *Federal Reserve Board New York Quaterly Review*, printemps 1992-1993

55. O. Garnier note qu'une des particularités de la crise en cours porte sur le « changement de la nature et de la finalité de la dette elle-même... destinée non pas tant comme traditionnellement à financer de nouveaux actifs mais plutôt à accroître la rentabilité des actifs existants », O. Garnier, « La *debt-recession* américaine », *Revue d'économie financière*, printemps 1992, p. 106.

56. C. Merle, H. Stoclin, « L'expérience américaine : l'essor des OPA et LBO financées par la dette », *Revue d'économie financière*, n° 5/6, juin-septembre 1988.

57. Les données disponibles indiquent que les immobilisations financières ont augmenté continûment de 1980 à 1990, passant de 4,8 % à 19 % de la valeur ajoutée. Les placements financiers de court terme sont passés de 4,4 % en 1987 à 7,5 % des actifs nets en 1992. J.-M. Vieille, « Mode de croissance et financement des principaux groupes français (1983/1990) », *Analyse financière*, 1^{er} trimestre 1992.

était alimenté par ces distributions de dividendes et, plus généralement, par l'euphorie boursière qui poussait les cours à la hausse, a permis aux groupes acquéreurs soit de réaliser des plus-values lors de reventes (les cessions d'immobilisations financières ont représenté 4,8 % de la valeur ajoutée en 1980 et 7,8 % en 1990), soit de se procurer un revenu lié aux résultats de l'entreprise contrôlée (les produits financiers collectés par les groupes français ont augmenté de près de 60 % entre 1983 et 1990, passant de 4,1 % à 6,5 % de la valeur ajoutée⁵⁸). La forte croissance de la valeur des actifs financiers a donc été largement alimentée par le recours à l'endettement, et depuis le début de la décennie 1980, ce sont moins les besoins de financement de l'activité que les motifs de placements financiers qui ont fixé le niveau des ressources empruntées⁵⁹. Cette « logique financière » qui tend à s'exercer sur les entreprises a même poussé certaines d'entre elles à surfinancer leur besoin d'exploitation, c'est-à-dire à s'endetter et utiliser le produit de ces emprunts afin d'acquérir des actifs financiers, profitant au passage des avantages fiscaux liés aux intérêts versés⁶⁰. Cette coexistence de la croissance de l'endettement et de la croissance des placements devient perceptible en France à partir de 1985.

On ne doit pas sous-estimer ce qu'a de radicalement nouveau ce comportement brièvement décrit consistant à lever des ressources (actions/obligations/endettement) pour les transformer en des formes variées d'actifs financiers (actions/obligations/titres de créances). La circulation de créances et de droits de propriété qui en a résulté a produit à la fois un gonflement de leur valeur, que révèle partiellement la progression des actifs financiers au bilan des groupes (voir tableau 2 et graphique 1 pour la situation française), elle a également distendu à l'extrême les liens entre la circulation de ces actifs et le

58. Sans omettre les « toilettages » de bilan que les achats/ventes d'actifs financiers permettent. Usinor-Sacilor, quelques mois avant sa privatisation, a vendu une partie du capital (42 %) de sa filiale Ugine, et dégagé une plus-value de 1 milliard de francs qui l'a rendue plus présentable. Quelques mois après sa privatisation, le groupe vient de lancer une OPA sur sa filiale, à un prix d'offre supérieur de 30 % à celui demandé lors de la vente d'une partie de son capital, et, à cette fin, il va s'endetter pour un montant de 3,7 milliards de francs. Le contribuable en paiera une partie, puisque la législation permet à Usinor-Sacilor (privatisé) de compenser les bénéfices réalisés par cette brillante filiale (945 millions de francs au 1^{er} semestre 1995) par les pertes accumulées pendant trois ans par les autres filiales (règles du « report en arrière »). Cf. A. Leparmentier, M. Orange, « Usinor a dégagé une plus-value artificielle de 1 milliard de francs en 1994 », *Le Monde*, 20 septembre 1995.

59. Cf. P. Ricarte, « Les placements financiers des sociétés », *Lettre de conjoncture de la BNP*, mars 1992.

60. *Ibid.*

mouvement propre du capital productif. Elle confirme que les groupes industriels sont un des vecteurs majeurs de l'autonomisation de la circulation financière et du gonflement démesuré mais purement nominal de ce capital, lui conférant un caractère largement « fictif », au sens donné par Marx. Certes, la dissociation entre la forme financière du capital et sa forme productive n'est pas un phénomène nouveau : elle est, nous l'avons signalé au début de ce chapitre, un des facteurs constitutifs de la structure de groupe. Mais la globalisation financière a poussé à un degré inconnu jusqu'alors ce « dédoublement » du capital, dont un des aspects est l'autonomisation croissante de la sphère financière.

Cette évolution confirme, s'il en était besoin, qu'il n'est pas possible d'analyser la stratégie et le comportement des groupes à partir de leur seule composante industrielle, mais qu'il faut partir d'une approche globale de la mise en valeur de leur capital. Certes, leurs « compétences foncières » demeurent, par définition, les activités de production. Mais les dimensions financières du mouvement du capital sont devenues omniprésentes ; elles créent au sein du groupe des tensions entre ceux dont l'avenir est lié aux « métiers » du groupe et ceux pour lesquels le critère fondamental est le « tableau de bord » qui annonce tous les trimestres les dividendes qui vont être versés. On trouve même certains groupes dont l'activité de production est en grande difficulté, parfois se délite, et qui ont dans le même temps augmenté leur « force de frappe financière », réalisant d'importants produits financiers... ou des pertes spectaculaires⁶¹.

La finance d'aujourd'hui : parasite plutôt que support

Les événements qui se sont écoulés depuis que la *Revue d'économie financière* s'interrogeait en 1988 sur la place de la finance inclinent à souligner son caractère parasitaire. La montée en puissance des opérations liées à une valorisation financière du capital centralisé par les groupes affecte en profondeur le processus de formation de l'investissement productif. Des ressources importantes sont consacrées à acquérir des titres, à en rémunérer d'autres (sous forme d'intérêt et de dividendes). Elles doivent pour l'essentiel être financées par une ponction sur la valeur créée dans le cycle productif, que celui-

61. Cf. en particulier certains groupes spécialisés dans la production d'armes, dans C. Serfati, *Production d'armes, croissance et innovation*, Economica, 1995.

ci se déroule au sein des filiales industrielles du groupe ou à l'extérieur de celui-ci.

Il est en effet essentiel de distinguer les niveaux d'analyse. Dans les comptes des groupes, les revenus tirés de la mise en valeur des différents types de capital s'additionnent pour former le profit, qui résulte ainsi d'une mise en valeur globale du capital. Mais, dès qu'on se place à l'échelle de la reproduction d'ensemble (ou macroéconomique) du capital, il en va autrement. Les revenus financiers, c'est-à-dire ceux issus des diverses formes de placement du capital-argent, constituent des prélèvements sur la valeur créée. Le crédit octroyé par le banquier, l'argent collecté lors de l'émission d'actions et d'obligations peuvent sans doute être considérés comme des auxiliaires de l'accumulation car ils permettent au cycle du capital productif de se déployer sans être entravé par de trop fortes contraintes financières. Mais ils sont par essence porteurs de conflit lorsqu'il s'agit de partager le surplus de valeur qui a été créé dans le processus de production, entre le profit retenu par l'entreprise et destiné à être réinvesti, d'une part, et la rémunération du capital prêté (intérêt) ou investi en titres de propriété (dividendes), d'autre part.

La place du capital-argent de prêt et du crédit est analysée par Marx et par Keynes⁶². Ils soulignent que ceux-ci ne devraient pas sortir d'une position subordonnée, qui correspond au rôle de « support » envisagé par la *Revue d'économie financière*, puisque c'est en définitive la mise en mouvement de la force de travail qui est source de valeur. Mais les années 1980 et 1990 et les ponctions importantes sur la valeur créée indiquent qu'on est à l'opposé des vœux d'« euthanasie douce » du rentier exprimés par Keynes. La force de travail et le cycle productif sont de plus en plus mis en mouvement pour satisfaire les exigences du capital porteur d'intérêt.

Les exigences de rémunération du capital « rentier » ont exercé une ponction d'autant plus importante que les taux d'intérêt se situent à des niveaux historiquement élevés depuis une quinzaine d'années et entraînent un déplacement considérable du rapport de forces en faveur du capital de prêt et au détriment du capital productif. Ces niveaux élevés atteints par les taux d'intérêt ne s'expliquent ni par l'inflation, ni par l'anticipation de celle-ci : une analyse rétrospective montre que les anticipations inflationnistes ont été fortement

62. Pour Marx, voir par exemple le chapitre 27 (le rôle du crédit capitaliste dans la production capitaliste) du livre 3 du *Capital* et, pour Keynes, les textes consacrés à la finance d'entreprise dans des écrits essentiellement postérieurs à la *Théorie générale*, dont les lacunes sur cette question étaient selon lui « une faute sérieuse ». J.-F. Goux, « Keynes et la "finance" d'entreprise », *Revue française d'économie*, vol. 4, n° 3, été 1989.

exagérées par les prêteurs depuis la fin de la décennie 1970, et ont ainsi considérablement amélioré les rendements « réels » obtenus par le capital de prêt au cours des années 1980 et jusqu'à aujourd'hui⁶³. Ils résultent plutôt des effets conjugués du triomphe du système des taux de change flottants, au sein duquel la valeur anticipée des monnaies, instantanément transformées en actifs financiers, est de plus en plus régie par les niveaux de rendement qu'on attend d'elles, des gigantesques besoins de financement des dettes publiques (et au premier chef de celle des États-Unis) et, enfin, des politiques monétaristes ouvertement tournées vers la satisfaction des intérêts économiques et sociaux des prêteurs. La litote est donc forte quand on affirme que, aux États-Unis « les fonds de placement ne se laissent pas euthanasier⁶⁴ ».

Les taux d'intérêt pratiqués en France au nom de la défense du franc reflètent cette « adaptation », pour ne pas dire cette soumission aux exigences des « marchés ». Les écarts entre les taux d'intérêt pratiqués en France et ceux des États-Unis et de l'Allemagne sont en moyenne importants : jusqu'à 250 points de base⁶⁵ entre 1985 et 1988 avec les taux américains, puis, entre 1989 et 1992, c'est avec les taux allemands que les écarts se creusent, atteignant en moyenne entre 60 et 130 points de base. Pendant les attaques de mars 1995 menées contre le franc, l'écart entre les taux courts français et allemands a atteint jusqu'à 300 points.

Deux facteurs supplémentaires accentuent la pression exercée par les taux d'intérêt sur les entreprises françaises. D'abord, la prédominance des crédits à taux indexés dans l'endettement des entreprises françaises (près de 90 % du total des nouveaux crédits fin 1992) et qui, déréglementation oblige, sont plus indexés sur les taux monétaires (44 % du total des nouveaux crédits). Or ces taux subissent bien plus fortement l'influence brutale de la politique de défense du « franc fort » que les taux de base bancaire (37 % du total des nouveaux crédits). Ensuite, les entreprises françaises présentent une structure d'endettement à court terme assez forte, plus prononcée en tout cas que celle des entreprises allemandes⁶⁶, et l'on sait que les taux à

63. O. Lacoste, « La stabilité des rendements réels : une idée reçue ? », *Accélération*, 1995. J.-P. Betbeze et A. Brunet aboutissaient déjà en 1992 à la même constatation qu'il n'existe pas de lien fort entre taux d'inflation et taux d'intérêt, *Accélération*, octobre 1992.

64. J.-P. Betbeze, « Trois idées fixes », *Accélération*, mensuel de la direction des études économiques et financières du Crédit lyonnais, n° 25, décembre 1993.

65. 100 points de base = 1 %.

66. En revanche, un retraitement des structures de bilan afin de les harmoniser montre que le poids des capitaux propres dans l'actif total serait comparable en France et en

court terme sont par essence nettement plus volatils et donc générateurs de fortes incertitudes. Au-delà des causes plus générales, l'horizon « court-termiste » qui s'impose aux entreprises françaises ne résulte donc pas des exigences de distribution trimestrielle des dividendes, comme aux États-Unis, mais des aléas d'une politique de taux courts soumise aux contraintes de défense de la parité du franc vis-à-vis du deutsche mark.

Il est largement admis que les niveaux très élevés atteints aujourd'hui en France par les taux d'intérêt ainsi que la très forte volatilité dressent des obstacles importants à la réalisation de projets d'investissement⁶⁷. Cela est particulièrement vrai pour les PME⁶⁸. Toutes les enquêtes menées montrent que les taux d'intérêt demandés par les prêteurs varient en relation inverse de la taille des entreprises, et les écarts s'élèvent à plus de 2 % entre les grandes entreprises et les PME. Par ailleurs, les enquêtes semestrielles sur la situation de trésorerie dans l'industrie réalisées par l'INSEE soulignent que la grande majorité des petites et moyennes entreprises (comptant moins de 500 salariés) éprouvent de façon permanente depuis des années des difficultés de trésorerie et doivent donc de façon quasi permanente recourir à l'endettement bancaire.

En revanche, les impacts des taux d'intérêt sur les grands groupes industriels sont différents. Certes, leur niveau historiquement élevé, comme il l'est en France depuis plus de dix ans, diminue la « rentabilité » (mesurée par la différence entre le taux de rentabilité économique et le taux d'intérêt), qui est même devenue négative certaines années. Ils pèsent donc également sur les décisions d'investissement des entreprises⁶⁹, puisque les taux d'actualisation, souvent utilisés par les entreprises pour calculer la rentabilité des projets d'investissement industriels, suivent de près les taux d'intérêt, s'élèvent avec eux et allongent de ce fait les délais de retour sur l'investissement⁷⁰.

Allemagne. Cf. L. Bloch, J. Laudy, « France, Allemagne et Belgique : des structures de bilan dans l'industrie proches à la fin de la décennie 1980 », *Économie et Statistiques*, n° 268/269, 1993, 8/9.

67. Cf. en particulier R. Gönenc, *op. cit.* et C.L. Osler, « High real interest rates and investment in the 1990s », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, reproduit dans *Problèmes économiques*, n° 2408, 25 janvier 1995.

68. Cf. « Obstacles aux investissements et hiérarchie du financement dans les PME françaises », *Note de conjoncture de la Caisse des dépôts et consignations*, n° 3, 1993.

69. L. Bloch, B. Cœuré, « Rentabilité, investissement des entreprises et chocs financiers : France, Allemagne, États-Unis, Japon, 1970/1993 », *Économie & Statistique*, n° 268/269, 1993, 8/9.

70. Un investissement de 100 produisant un *cash flow* de 15 est amorti en 7,5 années pour un taux d'actualisation de 3 %, en 9,7 années pour un taux d'actualisation de

Cependant, leur puissance financière leur permet, on l'a vu, de bénéficier de conditions souvent privilégiées pour lever des ressources. De plus, ils peuvent, bien plus fréquemment que les PME, répercuter ces coûts financiers dans les prix de vente. Enfin et surtout, les niveaux atteints par les taux d'intérêt signifient presque à coup sûr des rendements attractifs pour les trésoreries en quête de placement. Cela renforce donc l'importance des trésoreries, désormais gérées par les groupes comme des centres de profit, et de nombreuses décisions, y compris de nature stratégique, tendent à passer par le filtre du bilan de la trésorerie, c'est-à-dire par un horizon temporel de court terme. La liquidité du capital est devenue un objectif majeur depuis une dizaine d'années.

Liquidité accrue du capital et investissement productif

Les multiples innovations financières ainsi que les mesures de déréglementation ont considérablement augmenté les possibilités de transformation de la trésorerie disponible en capital de prêt et sa reconversion en argent (augmentation de la liquidité du capital-argent), en même temps qu'elles en accélèrent sa mobilité. Aussi bien les groupes ont-ils à leur disposition, sur le marché des changes, un éventail très ouvert d'instruments à échéance extrêmement brève lorsqu'ils souhaitent mobiliser à très court terme leurs liquidités afin de les récupérer dès que nécessaire. De même le capital-argent détenu sous forme de portefeuilles d'actions, d'obligations et de formes variées de titres de crédits peut-il être déplacé et mobilisé sans limite de temps ou d'espace, les marchés financiers étant étroitement connectés et fonctionnant en continu. En d'autres termes, la mondialisation financière a jeté les bases d'une « internationale de l'optimisation des rendements » (pour reprendre l'expression de H. Bourguinat⁷¹), dont les groupes multinationaux sont sans nul doute des militants actifs.

En effet, la logique « court-termiste » des marchés financiers exerce des pressions d'autant plus négatives sur les groupes que, à l'inverse, le délai de retour des opérations industrielles tend à augmenter. La flexibilité accrue des équipements ne se traduit pas systématiquement par une diminution des coûts d'amortissement car la

%, en 12,8 ans pour un taux d'actualisation de 11 %. Source : *Économie et industrie*, n° 78, juin 1995.

71. H. Bourguinat, *Finance internationale*, PUF, Thémis, 1992, p. 49.

baisse de leur coût unitaire grâce à la baisse du coût des composants électroniques va souvent de pair avec l'augmentation du nombre d'équipements et de leur complexité. De plus, les coûts non récurrents et irrécupérables, et au premier chef les dépenses de R-D, élèvent notablement le seuil de rentabilité des investissements nécessaires pour mettre au point les innovations de produits et de procédés. Les fortes incertitudes qui rendent nébuleux l'horizon des activités industrielles incitent donc à rechercher des chemins plus rapides pour rentabiliser le capital. Lorsque la vague de déréglementation était encore à ses débuts, certains auteurs espéraient que les innovations financières permettraient l'essor des investissements en R-D⁷². Dix ans après, on peut observer pour l'économie américaine un résultat, sinon inverse, du moins beaucoup moins brillant que celui attendu⁷³. C'est aussi l'une des conclusions du chapitre de R. Guttman.

Les données disponibles sur les groupes français attestent que le renforcement de la mobilité et la liquidité du capital qu'ils centralisent est devenu un objectif majeur des groupes français. Cette attitude concerne l'ensemble des entreprises françaises mais plus nettement encore les *groupes* français. L'excédent de trésorerie d'exploitation (ETE) est passé de 15,2 % à 28,5 % de la valeur ajoutée entre 1983 et 1990 pour les groupes étudiés par J.-M. Vieille⁷⁴. Or cette croissance spectaculaire s'est traduite par une augmentation plus modeste de l'investissement industriel, passant, en proportion de la valeur ajoutée, de 15,2 % en 1983 (qui constitue, il est vrai, un point bas de l'investissement) à 20,4 % en 1990. L'influence du « court-termisme » aboutit donc à des situations atypiques au regard des conditions « classiques » des cycles économiques antérieurs. En effet, la forte croissance de l'ETE a été rendue possible principalement par une formidable pression sur les coûts salariaux (qui sont passés de 77 à 66 % de la valeur ajoutée au cours de cette période : voir également le tableau 5 pour le redressement du taux de profit pour l'ensemble des entreprises françaises). Mais, en dépit de cette amélioration du taux de rentabilité du capital investi et de celle du profit retenu (après dis-

72. R. Gönenc, « La signification industrielle de la mutation financière », *Revue d'économie financière*, n° 5/6, juin-septembre 1988.

73. Cf. M. Aglietta, *Macroéconomie financière*, La Découverte, collection « Repères », 1995, page 35 : « Les innovations financières ont rendu les gestionnaires des fonds collectifs d'épargne plus réticents à financer les innovations de la production. »

74. ETE = Excédent brut d'exploitation – Besoins en fonds de roulement. Il mesure la part du « profit brut » une fois financé le cycle d'exploitation (BFR) mais avant financement des investissements industriels.

tribution de dividendes, frais financiers et impôts), le niveau d'investissements industriels n'a progressé que plus modérément. La compression spectaculaire des projets d'investissement industriels par les grands groupes qui « structurent » l'industrie française entre 1990 et 1994 (chute de 40 % de l'investissement productif) résulte certes des anticipations pessimistes de la demande, mais elle est amplifiée par l'importance prise aujourd'hui par la volonté des groupes de maintenir le capital sous une forme liquide plutôt qu'immobilisée⁷⁵ en raison des taux de rendement offerts, qui sont très rémunérateurs et pratiquement sans risque (exemple des OPCVM monétaires), et des perspectives de plus-values réalisables à très court terme⁷⁶.

Tableau 5
Évolution du taux de profit d'exploitation
des entreprises françaises depuis 1985

	1985	1988	1990	1995
Taux de profit d'exploitation*	8,8	13,4	13	14,9

* Taux de profit d'exploitation : épargne brute + dividendes + impôts sur les sociétés/CA
Source : *Lettre de conjoncture de la BNP*, janvier 1995.

De ce fait, depuis 1992, on assiste en France à une situation inconnue depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale : le taux d'autofinancement des entreprises françaises est en permanence largement supérieur à 100 %. Pour les 40 groupes de l'enquête annuelle du Crédit national, ce taux a évolué ainsi : 106 % en 1992, 121 % en 1993, 134 % en 1994⁷⁷. Les niveaux exceptionnels atteints par le taux d'autofinancement signifient que les ressources qui sont dégagées du cycle de production, une fois rémunérés les actionnaires, les créanciers et l'État, sont maintenues sous une forme liquide et mobilisée pour des placements de court terme devenus hautement rentables grâce aux niveaux atteints par les taux d'intérêt. Entre 1987 et 1992, les placements financiers de court terme des grands groupes (374) étudiés par C. Reid et M. Ruiz-Garcia⁷⁸ sont passés de 4,4 % à 7,5 % de l'actif net.

75. « Les trésoreries ont prolongé le redressement amorcé à la mi-93, particulièrement pour les grandes entreprises », *Lettre de conjoncture de la BNP*, juillet 1995.

76. Il n'existe pas de données pour les groupes, mais, pour les entreprises françaises, la durée moyenne de détention est extrêmement brève : pour les obligations elle était de 6 mois et 24 jours, et, pour les titres d'OPCVM, de 6 mois et 6 jours.

77. Taux d'autofinancement calculé ainsi : taux de couverture des besoins de financement par les ressources propres.

78. C. Reid et M. Ruiz-Garcia, « Évolution de la structure du profit des groupes », 19^e Journée des centrales de bilan, 1994.

Un étude menée par E. Cohen et J.-L. Morel⁷⁹ fournit un éclairage intéressant sur la manière dont les groupes français cherchent à élever le degré de liquidité de leur capital. Pour ce faire, Cohen et Morel examinent de façon critique la distinction traditionnellement faite entre, d'une part, les immobilisations financières, qui seraient détenues par les groupes en vue d'une gestion industrielle des firmes contrôlées et, d'autre part, les valeurs mobilières de placement (actions, obligations, titres du marché monétaire), qui sont considérées par le plan comptable général comme des titres à court terme destinés à une valorisation rapide. En s'appuyant sur les données de la Centrale des bilans de la Caisse des dépôts, Cohen et Morel analysent les comptes consolidés des 275 plus grands groupes français qui représentent, par leur valeur ajoutée globale, 1/5 du PIB français et emploient 4,3 millions de salariés. Ils font remarquer qu'une fraction des immobilisations financières, « malgré leur caractérisation comptable d'immobilisations financières, demeurent fondamentalement des actifs mobiles » (p. 18). Ils additionnent donc cette fraction des immobilisations financières aux valeurs mobilières de placement pour mesurer ce qu'ils appellent une *encaisse stratégique potentielle* (ESP) susceptible d'être rapidement transformée en liquidités pour faire face aux besoins des fonds de roulement, résister à des menaces stratégiques, préparer des opérations de croissance externe. Retraitant les données comptables, ils observent que l'ESP des grands groupes français a considérablement augmenté puisqu'elle est passée de 399,5 milliards de francs en 1988 à 663 milliards de francs en 1991 (soit de 11,8 % à 13,1 % du bilan net des groupes étudiés). Elle représente en 1991 entre 60 % et 66 % des immobilisations financières des groupes de l'échantillon étudié.

Les groupes industriels considérés comme des actifs de rendement par les « marchés financiers »

Le renforcement du degré de liquidité du capital détenu par les groupes résulte également de la pression de plus en plus forte exercée par le biais des *corporate governances* dont parle également R. Farnetti. Ici, c'est essentiellement sous la forme d'actifs de rendements qu'ils sont scrutés, la norme que tendent à appliquer les insti-

79. E. Cohen et J.-L. Morel, « Les politiques d'accumulation des groupes français : investissements, croissance externe et écarts d'acquisition », *Caisse des dépôts et consignations, Line data Coref*, 17^e journée des centrales de bilan, novembre 1992.

tutions financières qui y interviennent étant celle du taux de rendement — incluant les plus-values lors de reventes — des capitaux investis dans les groupes. Ce phénomène est à l'évidence plus prononcé lorsque les investisseurs institutionnels — et, au premier chef, les *mutual funds* et les *pension funds* — figurent, comme c'est de plus en plus le cas, parmi les actionnaires significatifs des groupes, car le raccourcissement du temps de retour et la logique de « court-termisme » s'imposent comme une exigence supplémentaire. La dimension industrielle des groupes importe peu, ils ne sont que des droits de propriété qu'on s'efforce de valoriser au plus vite.

Or le pouvoir accru des investisseurs institutionnels constitue une innovation majeure dans les relations entre l'industrie et la finance. Depuis le début des années 1990, aux États-Unis, la part du capital des entreprises détenue par les investisseurs institutionnels a considérablement augmenté, passant de 430 milliards à 1 000 milliards entre 1990 et mi-1994 pour les *mutual funds*. Les actions des entreprises représentent désormais 50 % de leurs actifs et une situation analogue prévaut au Royaume-Uni⁸⁰. La globalisation financière fournit aux institutions financières un moyen d'étendre leur intervention dans tous les pays où des opportunités leur apparaissent. Si le capitalisme « à la française » protège encore les groupes industriels, la période récente témoigne qu'il va devenir de plus en plus difficile pour eux de s'opposer à l'entrée de ces institutions dans le capital des groupes⁸¹ et par là même de résister aux exigences des « marchés » (financiers, cela va de soi). La mise en place de « gouvernements d'entreprise » (*corporate governance*), est aujourd'hui le fer de lance de l'offensive contre ce que F. Morin appelle le « capitalisme ossifié » qui prévaut en France⁸². M. Albert rappelle les véritables enjeux de l'avènement du « gouvernement d'entreprise » en France : « Tout naturellement, le gouvernement d'entreprise fait système avec l'autre innovation du capitalisme anglo-saxon, le *reengineering* [défini ainsi par Hammer et Champy, les créateurs du "concept"] : la baisse du coût due à la réorganisation des processus de gestion ne doit pas être de 15 à 20 %, mais de 80 à 90 %⁸³. »

C'est dans ce cadre qu'il faut situer le mouvement de fusions/acquisitions qui s'est déroulé au cours des années 1980 et

80. R. Farnetti, *Le Royaume désuni*, Syros, 1995.

81. M. Orange, « Le capitalisme "à la française" commence à se fissurer », *Le Monde*, 12 octobre 1995.

82. F. Morin, « Les trois pôles du cœur financier français », *Le Monde*, 8 mars 1994.

83. M. Albert, « L'irruption du *corporate governance* », *Revue d'économie financière*, n° 31, hiver 1994.

2 →

qui, après une pause, a repris au cours des derniers mois. Ce mouvement indique que les groupes sont de plus en plus considérés comme étant avant tout des actifs financiers « de rapport » et témoigne du tournant qui s'est opéré à partir des années 1980. Les opérations de fusions/acquisitions, qui jalonnent l'histoire du capitalisme depuis le XIX^e siècle, reflètent la capacité de « dédoublement du capital » puisqu'elles permettent une restructuration du capital productif grâce à une redistribution des droits de propriété. Mais une des particularités de celles qui se sont déroulées au cours de la dernière décennie est que, au lieu de contribuer à une reprise durable de l'accumulation du capital productif, elles se sont généralement traduites par un renforcement de la « financiarisation » des groupes⁸⁴. Les études menées sur le mouvement de fusions/acquisitions aux États-Unis indiquent que, assez souvent, l'objectif a été de mettre la main sur les entreprises ciblées, en tant que celles-ci étaient des actifs financiers dont on espérait que leurs valeurs nominales se gonflent dans le climat d'euphorie boursière. De cette hausse du cours des titres, les groupes acquéreurs attendaient soit de confortables plus-values lors de leur revente, soit leur prise en compte sous formes de plus-value latente. Ce sont des entreprises et des groupes entiers qui ont été acquis dans cette perspective, souvent dépecés puis revendus. Certes, la « rationalisation » et la modernisation du capital productif ont également été à l'origine de ce mouvement de fusions/acquisitions, mais il ne faudrait pas surestimer cette cause. Selon une étude menée au sein de la Federal Reserve, plus d'un tiers des entreprises acquises au cours de la période 1984/1989 ont été revendues au cours de la même période⁸⁵.

1 1 1

Ce comportement ne traduit donc plus seulement le désir de « bons gestionnaires » de saisir des opportunités de placements de trésorerie disponibles, mais bien d'un objectif stratégique central des directions de groupes. On a parfois dit que les OPA ont été d'autant plus aisées que les entreprises ciblées étaient « sous-évaluées ». Notons que la sous-évaluation de la valeur des actions est déjà une notion en soi peu claire dans une période « normale » puisque ni les revenus futurs, ni le taux d'actualisation, ni l'évaluation de la valeur nette des entreprises ne peuvent être calculés de façon précise⁸⁶. Cette notion en soi ambiguë perd de toute façon toute pertinence

84. Voir, sur la signification de la « deal mania », R. Guttman, *How Credit-money Shapes the Economy*, M.E. Sharpe, New York, 1994.

85. L. E. Crabbe, M. H. Pickering, S. D. Prowse, « Recent Developments in Corporate Finance », *Federal Reserve Bulletin*, août 1990.

86. Aglietta M., A. Brender, V. Coudert, *Globalisation, l'aventure obligée*, Economica, 1990, p. 112.

✓

dans le contexte financier des années 1980, puisque, dans un marché orienté à la hausse, la poursuite de ces anticipations – fondées sur le fait que les vannes du crédit resteront ouvertes – rend par définition sous-évalués la plupart des titres qui circulent.

En France, comme dans la plupart des autres grands pays industrialisés, les acquisitions d'actions (hors OPCVM) réalisées en France ont été importantes, puisque multipliées par 8 au cours de la seconde moitié des années 1980. Les grands groupes réalisent le gros des opérations : entre 1988 et 1991, les acquisitions d'actions (hors OPCVM) ont représenté 27 % des emplois (dans les tableaux de financement) des 275 groupes suivis par la centrale des bilans de la Caisse des dépôts contre 8 % pour l'ensemble des entreprises nationales. Il est certes possible qu'en France, compte tenu de la configuration du système productif et de la place qu'y tient l'État (en particulier, mais pas seulement, comme actionnaire), le mouvement de fusions/acquisitions ait eu, jusqu'au début des années 1990, pour objectif plus marqué qu'aux États-Unis la restructuration et l'amélioration de l'efficacité productive des firmes [Batsch, 1993, p. 190]. D'autres études moins optimistes avancent néanmoins l'hypothèse que cette logique de croissance par acquisition d'actifs financiers a contribué au vieillissement de l'outil de production des groupes français⁸⁷. Ce ne serait guère étonnant puisque, sans traiter ici des inconvénients souvent importants des opérations de croissance externe sur la continuité du travail des équipes de recherche et les capacités innovatrices des entreprises, il reste que les opérations de fusions/acquisitions correspondent à une restructuration plus qu'à une accumulation du capital, la première représentant un simple transfert de propriété du capital, alors que la seconde implique la création de nouvelles unités de production.

Si les opérations de fusions/acquisitions ne contribuent guère à la croissance globale de l'investissement productif, elles révèlent en tout cas leurs effets négatifs sur l'emploi. Une étude fondée sur les données de la Centrale des bilans indique que, entre 1985 et 1990, les entreprises qui ont développé une croissance par acquisition de titres de participation (croissance externe) ont vu leurs effectifs salariés et leur ratio valeur ajoutée/chiffre d'affaires diminuer. Cette situation est également vérifiée pour les 50 premiers groupes français suivis par le Crédit national, pour lesquels la baisse des effectifs est considérable entre 1986 et 1994⁸⁸. En revanche, les opérations de fusions/acquisi-

87. C. Reid et M. Ruiz-Garcia, *op. cit.* J.-M. Vieille souligne également en conclusion de son étude la « fragilité d'un développement lié à des acquisitions externes ». L'enquête annuelle du Crédit national pour 1995 n'était guère plus optimiste.

88. Effectifs 1986 : indice 100, effectifs 1994 : indice 89.

ctions se traduisent par une amélioration importante des taux de rentabilité du capital d'exploitation et de la rentabilité financière lorsque les entreprises qui réalisent ces acquisitions sont suivies pendant cinq ans⁸⁹.

Conclusion

Dans une étude consacrée au mode de direction des entreprises françaises, O. Pastré⁹⁰ remarque à juste titre que les études ayant trait aux structures financières du capitalisme français sont quasi inexistantes. Cette remarque s'applique plus encore aux activités financières des groupes à dominante industrielle, mal prises en compte et généralement considérées comme séparées de leurs activités de production. Au contraire dans ce chapitre, nous avons voulu souligner que, comme un des résultats de la globalisation financière, les frontières sont devenues de moins en moins étanches entre les activités financières et les activités industrielles des groupes. En fait, les groupes et les sociétés holding déploient aujourd'hui des stratégies de valorisation de leur capital-argent au sein desquelles les formes productives et les formes financières se chevauchent constamment. C'est le cas lorsque la détention de droits de propriété, de créances, voire la passation de contrats avec des partenaires mineurs, leur permettent de capter une partie de la valeur créée ailleurs. Les prises de participations, les accords de coopération avec des partenaires de taille inférieure, les contrats de sous-traitance, dont l'accroissement est considérable, ont bien souvent cet objectif. En même temps, la globalisation financière a considérablement augmenté les opportunités de gains purement financiers, accentuant la « financiarisation » des groupes industriels et donc celle de l'économie mondiale.

Nous avons tenté de montrer que les grands groupes français prennent désormais une part active au sein du système financier mondialisé tel qu'il s'est progressivement constitué depuis deux décennies. La « logique productive » qui poussait sans doute les grands groupes français dans la course à l'internationalisation de leurs activités, au cours des années 1980, apparaît à peine quelques années plus tard intégrée dans une « logique financière » et de plus en plus subordonnée à celle-ci. Comme les autres composantes du

89. E. Kremp, « Les restructurations en France entre 1985 et 1993 : un aperçu à partir des données de centrale de bilans », *Bulletin de la Banque de France*, 1^{er} trimestre 1995, supplément « études ».

90. O. Pastré, « Le gouvernement d'entreprise, questions de méthodes et enjeux théoriques », *Revue d'économie financière*, n° 31, hiver 1994.

système financier mondialisé, les groupes français tendent à considérer les monnaies nationales comme de simples actifs financiers destinés à être valorisés grâce à des montages complexes de transactions et on peut penser que cette « logique financière » pousse les groupes français à prendre leur place aux côtés des autres groupes multinationaux dans les mouvements déstabilisants contre les monnaies. Ce qui est plus spécifique de la situation française, c'est que ces grands groupes, qu'ils soient aujourd'hui encore nationalisés ou privatisés, doivent pour la plupart leur présence dans les industries mondiales au soutien multiforme de l'État auquel des liens puissants continuent de les relier. Ainsi que l'écrivent à juste titre M. Chesnay et D. Pène⁹¹ : « À l'exception de quelques-uns, comme George Soros, on ne connaît généralement pas le nom des intervenants. Il serait pourtant intéressant de savoir, par exemple, quelles entreprises françaises spéculent contre le franc en même temps qu'elles réclament une aide de l'État ! ».

Or, à son tour, ce comportement exerce une influence considérable sur l'économie française. C'est au nom de la défense du franc fort, de la nécessité de respecter le jugement des « marchés » (dont on a montré, dans de nombreux chapitres de cet ouvrage, qu'ils sont moins anonymes qu'on ne l'affirme généralement) et de rétablir l'équilibre des comptes publics que les gouvernements français conduisent depuis près de quinze ans une politique économique dont les résultats en termes d'emplois et de cohésion sociale sont dramatiquement perceptibles, sans pour autant avoir réussi le moins du monde à empêcher l'explosion de la dette publique. En ce sens, les éléments apportés dans ce chapitre sur l'inflexion stratégique des groupes français vers la « finance globale » ont également pour objectif de contribuer au bilan critique des choix qui sous-tendent la politique économique menée en France.

91. M. Chesnay et D. Pène, « Les pompiers pyromanes », *Le Monde*, 14 septembre 1993. Voir également P.-A. Delhommais et V. Nau : « Il est de notoriété presque publique que certains groupes industriels... arrondissent coquettement leurs fins de mois lors de l'explosion du SME », *op. cit.*

Les grands groupes français ont tenté de montrer leur rôle actif dans le développement du système financier mondial tel qu'il s'est progressivement constitué depuis deux décennies. La « loi productive » a été invoquée sans doute les grands groupes français à l'occasion de l'internationalisation de leurs activités. Au cours des années 1980, apparaît à peine quelques années plus tard intégré dans une « loi financière » qui est plus ou moins subordonnée à celle-ci. Comme les autres composantes

de la loi productive, les grands groupes français ont tenté de montrer leur rôle actif dans le développement du système financier mondial tel qu'il s'est progressivement constitué depuis deux décennies. La « loi productive » a été invoquée sans doute les grands groupes français à l'occasion de l'internationalisation de leurs activités. Au cours des années 1980, apparaît à peine quelques années plus tard intégré dans une « loi financière » qui est plus ou moins subordonnée à celle-ci. Comme les autres composantes

de la loi productive, les grands groupes français ont tenté de montrer leur rôle actif dans le développement du système financier mondial tel qu'il s'est progressivement constitué depuis deux décennies. La « loi productive » a été invoquée sans doute les grands groupes français à l'occasion de l'internationalisation de leurs activités. Au cours des années 1980, apparaît à peine quelques années plus tard intégré dans une « loi financière » qui est plus ou moins subordonnée à celle-ci. Comme les autres composantes

Voir également : A. Delorme et V. Rieu, « L'internationalisation des entreprises françaises », in *Revue d'économie industrielle*, n° 102, 1987, p. 115-130.

Le rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée

Richard Farnetti*



* Maître de conférences à l'université Paris III et membre du CEREM (Centre de recherches sur l'entreprise multinationale) URA CNRS, université Paris X-Nanterre).

Le point de départ de ce chapitre est l'observation par laquelle Michel Aglietta commence son travail sur la macroéconomie financière : « Dans les années 1980, la libéralisation financière est sortie du monde anglo-saxon. » [Aglietta, 1995, p. 5.] Au premier rang des facteurs qui ont conduit à l'émergence du régime de finance directe libéralisée et déréglementée, il faut situer l'arrivée d'acteurs relativement nouveaux – mais particulièrement puissants – du capital-argent concentré : les fonds de pension et les fonds d'investissement collectifs anglo-saxons. Il s'agit d'institutions spécifiques aux économies américaine et britannique, dont ils sont originaires, qui ont donné à la notion d'« investisseur institutionnel » un contenu sensiblement différent de celui que nous connaissons dans le cadre français. Longtemps considérés comme atypiques, les fonds sont sans doute devenus les institutions privées les plus décisives dans le cadre de la finance mondialisée. Encore peu connus en France, jusqu'à une date récente, pour des raisons institutionnelles mais aussi en raison de leur essor discret, c'est à ce titre qu'ils retiendront notre attention dans ce chapitre. Cependant, il conviendra préalablement de bien préciser les particularités des régimes des fonds de pension anglo-saxons afin d'éviter tout contresens avec les pays, comme la France, où les dispositifs institutionnels de financement des retraites sont totalement différents.

L'examen des éléments qui permettent d'apprécier l'envergure des investisseurs institutionnels américains et britanniques permettra de relever au passage de nombreuses similitudes entre eux – mais aussi quelques différences significatives. Une attention particulière sera accordée au développement fulgurant des fonds d'investissement collectifs américains, qui ont joué un rôle déterminant dans la phase la plus récente de la globalisation financière, notamment en ce qui concerne la détention d'actifs dans les « marchés émergents ». À cet égard, les investisseurs institutionnels anglo-saxons font de plus en plus souvent figure d'accusés en cas de crises monétaires ou financières internationales, au point qu'ils ont pu être qualifiés de « nouveaux maîtres du monde » ou de « deux cents gérants » du capitalisme mondial¹. Nous verrons jusqu'à quel point cela est vrai en analysant leur rôle lors des crises les plus récentes. L'expression « *corporate governance* » ayant fait récemment une irruption fracassante en France, nous achèverons la réflexion en montrant le lien qui, selon nous, existe entre cette formulation managériale de l'action des investisseurs institutionnels anglo-saxons et la nouvelle dynamique

1. Voir notamment Ignacio Ramonet, « Les nouveaux maîtres du monde », *Le Monde diplomatique*, mai 1995, pp. 1 et 19, et Eric Leser, « Le pouvoir sans partage des deux cents gérants », *Le Monde*, 28 janvier 1995, pp. 1 et 17.

rentière qui affecte de manière croissante l'ensemble de l'économie mondiale.

Spécificité et dynamique de croissance des fonds de pension anglo-saxons

Même si les fonds d'investissement (notamment américains) connaissent, depuis une décennie environ, une croissance de plus en plus rapide, il n'en reste pas moins que ce sont les fonds de pension qui ont, au cours des années 1960 et 1970, donné une impulsion majeure menant à la finance globalisée. Il est donc légitime que nous commençons par bien percevoir les caractéristiques des modes de développement des fonds de pension anglo-saxons. Pour bien saisir leurs particularités et leur dynamique de croissance, le mieux est de commencer par examiner la situation des pays où ces institutions clés du capital-argent concentré font défaut. Parmi ces pays figure la France où, depuis quatre ou cinq ans, il ne se passe guère de mois sans que la proposition de création de fonds de pension ne soit présentée par un biais ou par un autre. Ainsi, dans un livre-programme fort alarmiste, l'actuel président du Crédit lyonnais fustigeait récemment le retard français sur ce plan, estimant que « maints concurrents nous ont précédés dans cette voie, chaque minute creusant l'avance qu'ils ont sur nous » [Peyrelevade, 1993, p. 46]. Constatant qu'environ un tiers de la capitalisation boursière de la place de Paris est entre les mains de puissants investisseurs institutionnels anglo-saxons, J. Peyrelevade exhortait le gouvernement à agir vite dans ce domaine car « la menace est lourde qui pèse sur la détention future des entreprises françaises, dans une Europe sans frontières » [*ibid.*, p. 46]. Ce fut pourtant cette même urgence qui a été fatale au ministre des Finances Alain Madelin lorsque, à peine nommé, il voulut entreprendre à la hussarde la création de fonds de pension en France. Envisageant de les instaurer dès le début de l'année 1996, Alain Madelin précipita ainsi considérablement sa disgrâce, ce qui finit par aboutir à son départ du gouvernement, début août 1995. Il ne faisait pourtant que mettre en pratique une orientation esquissée par Jacques Chirac : tout en prenant des engagements solennels auprès des syndicats sur l'avenir de la protection sociale, il affirmait à l'intention des milieux d'affaires qu'il considérait les fonds de pension « comme un complément indispensable de la réforme des retraites » et comme « un moyen de collecter une épargne nouvelle pour les entreprises » [*Les Échos*, 30 juin 1995, pp. 1 et 3].

Il existe pourtant des spécificités propres aux fonds de pension anglo-saxons qui sont difficilement transposables ailleurs (et en

France moins qu'ailleurs...), sauf à envisager en réaction des mouvements sociaux de grande ampleur. Tout d'abord l'expression « fonds de pension » (calquée sur l'anglais *pension funds*) ne peut, à moins d'escamoter des différences institutionnelles fondamentales au sujet des régimes, être traduite purement et simplement en français par « caisse de retraite ». Cette dernière expression recouvre en effet des particularités françaises, tenant aux rapports politiques particuliers, nés à l'issue de la Seconde Guerre mondiale, qui bénéficient aux salariés et à leur représentation syndicale. En raison de ces rapports, « les employeurs français ont, durant la période allant de la fin de la Seconde Guerre mondiale jusqu'aux années 1960, fait le double choix du paritarisme et de la gestion nationale et interprofessionnelle des régimes complémentaires » [Reynaud, 1994, p. 5]. Sur le plan des régimes, la différence avec les pays anglo-saxons est énorme. En Angleterre tout d'abord, et au risque d'écorner passablement le cliché de l'État fondateur du Welfare State, c'est l'extrême modicité des montants offerts par les retraites du système public instauré au lendemain de la Seconde Guerre mondiale qui explique, pour une bonne part, le succès des régimes d'employeurs (ou d'entreprise), les désormais célèbres *pension funds*². Quant aux États-Unis, les employeurs furent suffisamment habiles pour entretenir et développer l'individualisme foncier et originel de la nation et, dès le début du xx^e siècle, de puissantes caisses de retraite d'entreprise y virent le jour³. Si Emmanuel Reynaud a fort bien cerné les caractéristiques clés de ce type de régimes, qui sont, « d'une manière générale, des instruments de politique du personnel », il nous semble qu'il faille aller bien au-delà de ces aspects de gestion de l'entreprise [Reynaud, 1994, p. 6]. Les actifs des fonds de pension, comme l'avait fort bien fait remarquer Michel Aglietta à l'époque de son travail sur la régulation capitaliste américaine, ne sont « pas la propriété des salariés, mais celle de la classe capitaliste » [Aglietta, 1976, p. 159]. Les sommes de plus en plus importantes drainées et gérées par ces régimes d'employeurs ont en effet servi le développement des entreprises en question, c'est-à-dire avant tout une logique particulière du profit.

La croissance de ces institutions d'un type particulier a toujours été caractérisée par une grande discrétion, non exempte de mystère. L'ancien Premier ministre travailliste Harold Wilson en a témoigné,

2. Selon Leslie Hannah, le montant hebdomadaire de la pension vieillesse pour un employé du système public était, en 1946, plus de trois fois inférieur au niveau de salaire moyen d'un ouvrier de l'industrie... ! [Hannah, 1986, p. 5].

3. Sur ce point, voir le livre d'Elizabeth A. Fones-Wolf, *Selling Free Enterprise (The Business Assault on Labor and Liberalism)*, University of Illinois Press, 1994.

après s'être heurté par deux fois à la puissance des fonds de pension, dont il estime qu'ils ont contribué à mettre en échec une politique social-démocrate pourtant bien modérée. À la fin des années 1970, il dirigea personnellement une commission d'enquête parlementaire afin de mieux analyser le rôle des fonds de pension. Dans ses mémoires, déjà anciens, il notait que « le développement des caisses de retraite au cours et depuis le milieu des années 1970 a engendré la plus grande révolution de la sphère financière britannique au cours du xx^e siècle. D'une manière tout à fait surprenante, ce fait est presque passé inaperçu des commentateurs politiques et financiers et ce, jusqu'à une date récente » [Wilson, 1979, p. 146]. Au moment où il écrivait ces lignes, que personne ne remarqua, à l'époque, pas même les économistes hétérodoxes ou critiques, les fonds de pension achevaient une phase initiale d'accumulation. Depuis le début des années 1980, comme le montre bien le tableau ci-dessous, la valeur capitalisée des avoirs détenus par les fonds des pays à fonds de retraite privés (le cas de l'Allemagne est particulier) a connu une croissance de plus en plus rapide.

Avoirs des fonds de pension dans quelques pays de l'OCDE, 1980-1993
(en milliards de dollars)

Rang	Pays	1980	1988	1990	1991	1992	1993
1	États-Unis	667,7	1 919,2	2 257,3	3 070,9	3 334,3	3 571,4
2	Royaume-Uni	151,3	483,9	583,6	642,9	670,5	695,7
3	Japon	24,3	134,1	158,8	182,3	191,9
4	Canada	43,3	131,3	171,8	188,4	191,7
5	Allemagne	17,2	41,6	55,2	58,6	62,6	53,5
	Total	903,8	2 710,1	3 226,7	4 143,1	4 388,4	4 320,6

Source : FMI, 1995, p. 166.

Les chiffres bruts des volumes proposés ici n'ayant pas grand sens si on ne les compare pas à quelque grandeur, nous procéderons sur plusieurs plans. Représentant un peu plus du quart du PIB britannique en 1980 (28 % très exactement), les actifs des fonds de pension du Royaume-Uni ont connu une expansion très importante au cours de cette décennie, croissance qui fut sans commune mesure avec celle du PIB lui-même. En 1993, la valeur des avoirs des fonds de pension britanniques correspondait en effet déjà à 73 % de la valeur du PIB, alors que, de leur côté, leurs homologues américains connaissaient une croissance à peine moins spectaculaire sur ce plan, passant d'un montant d'actifs correspondant à 34,6 % du PIB en 1980 à 68 % en 1993. La comparaison entre les actifs des fonds de pension d'entreprises pris individuellement et les agrégats classiques des États-nations est plus éloquente encore, illustrant d'une manière particuliè-

rement crue les rapports de force nouveaux. Ainsi, le TIAA-CREF (fonds de pension des enseignants américains) est la principale caisse de retraite des États-Unis avec 100 milliards de dollars d'actifs, ce qui représente une fois et demie l'ensemble des impôts directs perçus par l'État français en 1994... Les fonds de pension britanniques gérés directement par les entreprises ont certes des actifs bien moindres en volume. Cependant, comme beaucoup de groupes industriels et commerciaux confient la gestion de leurs fonds de pension à des professionnels de l'investissement (en général des banques d'affaires ou des filiales spécialisées de ces dernières), les montants sont finalement du même ordre. Ainsi, la première d'entre elles, Mercury Assets Management (MAM), ex-filiale de la banque d'affaires S.G. Warburg, gère quelque 64 milliards de livres, ce qui, au cours de 1,5 dollar pour une livre, représente 96 milliards de dollars, soit environ 500 milliards de francs (*Financial Times*, 27 avril 1995, p. II).

Un examen plus attentif des rythmes de croissance des actifs détenus par les fonds de pension permet non seulement d'établir une éclairante périodisation de leur progression, mais surtout de mettre en évidence le parallélisme de ce développement avec celui de la globalisation financière. Le pays qui illustre certainement le mieux ce processus est la Grande-Bretagne, où l'on peut distinguer en gros trois périodes principales⁴. Tout d'abord la décennie 1970 a vu une progression régulière, mais pas encore spectaculaire, des actifs des fonds de pension britanniques puisque leur ratio au PIB était de 17 % en 1970 et de 28 % en 1980. La décennie suivante a connu une progression explosive puisque, entre 1980 et 1992, ce même indicateur est passé de 28 % à 61,2 %. De 1992 à 1994, en l'espace de deux ans seulement, un nouveau rythme semble se dessiner, puisque cet indicateur est passé de 61,2 à 77 % [*Financial Times*, 4 décembre 1995, p. 27]. La progression des actifs américains est moins spectaculaire en pourcentage, mais, en raison de volumes environ cinq fois supérieurs à ceux de leurs homologues britanniques, pèse d'un tout autre poids sur la scène mondiale, notamment depuis que les investisseurs institutionnels ont entrepris une internationalisation accrue de leurs portefeuilles de placements. Les fonds de pension étant devenus

4. Cet article ne traite que des fonds de pension et d'investissement anglo-saxons. Une étude plus complète permettrait par exemple de voir que le pays le plus avancé dans ce processus est les Pays-Bas, où les actifs détenus par les fonds de pension dépassent désormais une année entière de PIB (124 % très exactement, en 1995). Cependant, les investisseurs institutionnels néerlandais sont très étroitement associés à la City londonienne, les liens historiques de près de trois siècles de coopération et de conflits anglo-hollandais ayant résisté à l'épreuve du temps, comme le montre bien le dernier épisode qu'a constitué la reprise de la banque d'affaires Barings par ING.

des acteurs majeurs sur les marchés internationaux des changes, on ne peut évidemment que faire un parallèle entre ces deux développements concomitants, ce que nous verrons en détail plus loin.

Les mutual funds et les autres investisseurs institutionnels

Bénéficiant d'apports réguliers de capitaux immobilisés sur de très longues périodes (la durée moyenne d'activité d'un salarié s'étend en effet sur près de quarante ans...), les fonds de pension se sont imposés comme la pièce maîtresse des cœurs financiers anglo-saxons. Cependant, le tableau serait nettement incomplet si on omettait d'y inclure les autres grandes catégories d'investisseurs institutionnels que sont les compagnies d'assurance et les divers fonds d'investissement collectifs, qui ont considérablement augmenté l'offre de capitaux en quête de placements liquides et qui font bloc avec les fonds de pension dans leur comportement placier. Dans le domaine des assurances, l'avance américaine et britannique se confirme à nouveau, sauf au niveau de l'assurance-vie, où les compagnies japonaises, avec un encours de 1,4 trilliard de dollars, se placent en deuxième position mondiale. On peut cependant remarquer que, si les actifs cumulés détenus par les sociétés d'assurances britanniques dépassent légèrement ceux détenus par les fonds de pension (714,4 milliards de dollars contre 695,3 milliards), ce n'est pas le cas aux États-Unis puisque les actifs des compagnies d'assurance américaines n'arrivent qu'aux deux tiers des actifs des fonds de pension d'outre-Atlantique (2 425,7 milliards de dollars contre 3 571,4 milliards). Le tableau ci-après offre une vue globale de l'importance respective de l'ensemble des divers investisseurs institutionnels.

En revanche, en matière de fonds de placements collectifs, on remarque une notable faiblesse britannique, de sorte que la domination américaine est totale dans ce domaine (les actifs des *mutual funds* américains sont en effet près de quinze fois supérieurs à ceux de leurs homologues britanniques). Du côté anglais, cet état de fait s'explique surtout par le faible développement du segment le plus dynamique de ce type de fonds, les Sicav monétaires. De fait, les *money market funds* anglais sont beaucoup moins développés qu'outre-Atlantique, notamment parce que les fonds de pension britanniques ont jusqu'à présent toujours été réticents à placer leurs excédents de trésorerie dans ce type d'investissement. Sous la pression concurrentielle des fonds américains opérant à partir de leurs filiales irlandaises, cette situation est en train de changer rapidement

en Grande-Bretagne : la croissance de ce type de fonds commence à devenir significative à son tour⁵.

Tableau 1
Actifs des investisseurs institutionnels
des principaux pays de l'OCDE
(en milliards de dollars)

	1980	1988	1990	1991	1992	1993
Fonds de pension						
Canada	43,3	131,3	171,8	188,4	191,7	...
Allemagne	17,2	41,6	55,2	58,6	62,6	53,5
Japon	24,3	134,1	158,8	182,3	191,9	...
Royaume-Uni	151,3	483,9	583,6	642,9	670,5	695,7
États-Unis	667,7	1919,2	2257,3	3070,9	3334,3	3571,4
Compagnies d'assurance-vie						
Canada	36,8	85,5	106,1	118,1	131,8	132,7
Allemagne	88,4	213,5	299,5	325,7	341,4	354,3
Japon	124,6	734,6	946,9	1113,7	1214,8	1476,5
Royaume-Uni	145,7	358,9	447,9	516,7	574,7	619,3
États-Unis	464,2	1132,7	1367,4	1505,3	1624,5	1784,9
Compagnies d'assurance						
Canada	9,2	22,7	26,8	23,3
Allemagne	36,7	87,6	126,3	127,4	187,9	198,8
Japon	34,6	156,1	190,3	215,5	218,5	167,9
Royaume-Uni	31,3	72,2	85,2	89,6	95,6	97,1
États-Unis	182,1	453,9	529,2	591,6	628,7	640,8
Mutual funds						
Canada	3,9	17,5	21,5	43,2	52,9	86,7
Allemagne	22,4	99,9	145,5	166,2	171,6	205,2
Japon	60,8	433,9	353,5	323,9	346,9	448,7
Royaume-Uni	16,8	76,7	91,5	104,4	91,2	141,3
États-Unis	292,9	810,3	1066,9	1348,2	1595,4	2011,3
Total (milliards de dollars)						
Canada	93,2	257,0	326,2	373,0	376,4	...
Allemagne	164,7	442,6	626,5	677,9	763,5	811,8
Japon	244,3	1458,7	1649,5	1835,4	1972,1	...
Royaume-Uni	345,1	991,7	1208,2	1353,6	1432,0	1553,4
États-Unis	1606,9	4316,1	5220,8	6516,0	7182,9	8008,4
Total en % du PIB						
Canada	35,2	52,2	56,8	63,3	66,1	...
Allemagne	20,3	37,1	41,7	42,7	42,7	47,4
Japon	23,1	50,3	56,3	54,8	53,8	...
Royaume-Uni	64,1	118,3	123,5	133,8	137,1	165,3
États-Unis	59,3	88,1	94,5	113,9	119,0	125,6

Source : FMI, 1995, p. 166.

5. Les principaux *mutual funds* américains qui viennent ainsi développer ce segment en Grande-Bretagne sont Fidelity et AIM Global. En un mois (novembre 1995), AIM Global a ainsi attiré pas moins de 100 millions de dollars [*The Economist*, 2 mars 1996, p. 80].

Parmi les investisseurs institutionnels américains, si les fonds de pension sont les plus importants en termes absolus, ce sont les *mutual funds*, c'est-à-dire les fonds d'investissement collectifs (dont la fonction, mais non la gestion, correspond à celle des OPCVM français), qui ont connu la croissance la plus spectaculaire. Il en existe aujourd'hui quelque 5 655⁶ qui investissent dans pratiquement tous les types de produits financiers imaginables [*Congressional Quarterly*, 1994, pp. 435-450]. Le tableau ci-dessous retrace leur phénoménal développement au cours des trente-cinq dernières années.

Tableau 2
Actifs nets des *mutual funds* aux États-Unis
(en milliards de dollars)

Année	Montants (en milliards de dollars)	Nombre
1960	17	-
1965	35	-
1970	47	-
1975	45	-
1980	134	564
1985	495	1 528
1990	1 066	3 105
1991	1 348	3 427
1992	1 599	3 850
1993	2 006	4 558
1994	2 150	4 700
1995*	2 600	5 655

* (estimation août 1995).

Source : *Statistical Abstract of the USA 1994* et *The Economist*, 21 octobre 1995, p. 89.

Là encore, quelques comparaisons permettront de mieux situer leur taille et le rythme de la croissance des *mutual funds*. Avec 2 600 milliards (ou trillions) de dollars à leur actif en 1995, la valeur nominale des avoirs des *mutual funds* équivaut pratiquement au montant des PIB français et britannique cumulés. La seule progression de l'année 1992-1993 fait état d'un bond de 407 milliards de dollars... On peut remarquer que, à ce rythme, il suffirait d'à peine cinq mois pour combler définitivement le déficit du budget fédéral américain pour l'année 1995 (environ 160 milliards de dollars).

6. Ce chiffre est obtenu en incluant les comptes épargne-retraite individuels (*individual retirement accounts*) dans les *mutual funds*. Pour plus de précisions, sur ce point, se reporter à Christophe Marchand, « L'industrie des *mutual funds* aux États-Unis », *Banque*, n° 552, octobre 1994, pp. 44-47.

Il est intéressant de comprendre les ressorts de la dynamique de croissance respective des fonds de pension et des *mutual funds*. En fait, ce sont des différences institutionnelles qui sont à la base des rendements financiers supérieurs obtenus par ces derniers. Alors que, en 1980, l'encours des fonds de pension américains était de 942 milliards de dollars, celui des *mutual funds* n'était que de 135 milliards de dollars, soit pratiquement un rapport de 1 à 7. Aujourd'hui, ce rapport est certes toujours en faveur des fonds de pension, mais il s'est considérablement amenuisé puisqu'il n'est plus que de 3 à 5 (environ 4 000 milliards de dollars contre 2 600 milliards). Ce différentiel de croissance tient en bonne partie à la loi dite ERISA, qui offre une relative protection des plans de retraite au États-Unis. Au cours des années 1960 et 1970, en effet, l'accroissement du nombre des faillites d'entreprises, ainsi que le non-respect des engagements pris par les employeurs en matière de versements des prestations retraites promises, ont mis en péril les fonds de pension de nombreuses sociétés privées. L'inquiétude grandissante des salariés (actifs ou retraités) et des organisations syndicales, face à de véritables spoliations des cotisations retraite, contraignit alors les pouvoirs publics à promulguer, en 1974, une loi de protection de l'épargne-retraite, dite loi ERISA (Employee Retirement Income Security Act⁷). Face à cette nouvelle contrainte, employeurs et gestionnaires de fonds de pension ne restèrent bien sûr pas inactifs : ils s'employèrent à développer d'autres formules financières. Pour contourner la législation ERISA, les caisses de retraite, notamment celles à contributions définies, commencèrent alors à offrir des produits consistant pour la plupart en des parts de *mutual funds*⁸. Régulièrement alimentés, ces *mutual funds* ont connu alors une croissance fulgurante, se nourrissant à la fois d'apports réguliers et de la hausse quasi continue du marché boursier (au moins, dans un premier temps, jusqu'au krach de 1987 puis, après un palier, jusqu'aux niveaux actuels du Dow Jones, qui après avoir battu 69 fois son plus haut niveau historique au cours de l'année 1995, a atteint le niveau à peine croyable de 5 700 points). L'analyse de la composition des portefeuilles des *mutual funds* permet de voir quels sont les segments qui ont le plus contribué à la glo-

7. Ce point est bien abordé et situé dans le cadre d'une analyse globale du système de retraite américain par Lucy ApRoberts. Nous renvoyons donc à son étude très fouillée publiée dans *Les Systèmes de retraite à l'étranger*, IRES, 1992, pp. 45-148.

8. Si les *mutual funds* ne sont pas astreints à une législation aussi contraignante qu'ERISA, ils ne disposent cependant pas pour autant d'une liberté totale. Relevant de la loi réglementant les investissements des firmes (Investment Company Act), les *mutual funds* jouissent malgré tout d'une autonomie plus grande que les fonds de pension, d'où leur succès relatif.

balisation financière. Ainsi les *money markets funds* ou MMF (ce sont les équivalents des Sicav monétaires en France) ont connu un succès certain dès la fin des années 1970. Représentant à peine 5 milliards de dollars en 1977, ils avaient déjà atteint 80 milliards en 1980, et pas moins de 230 milliards en 1982 ! Leur rythme de croissance ultérieur aura certes été moins rapide et ils représentent, en 1994, à peu près le cinquième de l'encours actuel des *mutual funds*, soit environ 600 milliards de dollars [*Federal Reserve Bulletin*, décembre 1995, tableau A. 44]. Mais beaucoup plus que la progression des MMF, c'est le développement des fonds investis en obligations de toute sorte qui illustre le mieux le phénomène majeur de la titrisation des effets de la dette publique, ainsi que celui de la désintermédiation de la finance d'entreprise. En effet, les *mutual funds* se sont portés comme prêteurs directs de l'État fédéral américain (ce sont les *US government funds*), des municipalités (*investment grade municipal funds*) et des entreprises (*investment and medium grade corporate funds*). Ils se sont également portés acheteurs, dans les années 1980, des « effets de pacotille » permettant le développement de sulfureux profits (*High-Yield corporate bonds*, encore appelés *junk bonds*, les fameuses « obligations de pacotille » qui ont défrayé la chronique des années 1980 et envoyé des raiders prédateurs comme Michael Milken en prison...). Le taux de croissance de ces fonds reflète l'ampleur du mouvement de désintermédiation-titrisation des années 1980. Il semble encore s'être accéléré depuis 1992, au point qu'un économiste de la Banque de réserve de Saint Louis pose la question de savoir si le développement des *mutual funds* n'est pas en train d'induire une gigantesque vague de faillites parmi les banques commerciales, désormais entravées dans leurs traditionnelles et classiques opérations d'intermédiaires financiers [Neely, 1995, p. 12]. Le processus de « mort lente des opérations de banque commerciale traditionnelle » [Guttman, 1994, pp. 260-266] s'est sans doute considérablement accéléré au cours de ces dernières années. En évinçant littéralement les banques commerciales de leur métier traditionnel, ces investisseurs institutionnels sont en train d'induire une révolution financière qui affecte profondément le système bancaire. L'apparition de la « banque-dividende » serait ainsi le produit direct de la montée en puissance des investisseurs institutionnels surpuissants que sont les *mutual funds* [Carmoy, 1995, pp. 25-71].

Structure des portefeuilles d'actifs des fonds et capitalisme anglo-saxon

Les réflexions de Michel Albert ont fortement contribué à populariser l'idée qu'il existerait aujourd'hui une distinction majeure entre deux grands types de capitalisme. Le capitalisme anglo-saxon, incarné notamment par les États-Unis et la Grande-Bretagne, serait axé sur la finance et la réalisation de profits à court terme, alors que le capitalisme rhénan, incarné par l'Allemagne et le Japon, serait davantage orienté vers la production industrielle, avec des horizons de profit à moyen et long termes. L'analyse de la composition des portefeuilles d'actifs des fonds de pension conforte cette distinction. Les deux formes majeures dans lesquelles les actifs des fonds de pension sont investis sont les obligations et les actions d'entreprise. Or, comme le tableau ci-dessous permet de le constater, sur ce plan, l'opposition ne saurait être plus nette entre le modèle anglo-saxon et le modèle rhénan. En effet, pas moins de 63 % des actifs des fonds de pension britanniques sont investis sous forme d'actions et 14 % sous forme d'obligations, alors que cette proportion n'est que de 18 % et de 25 % pour les fonds allemands, dont la distribution relève d'un modèle encore inspiré du rôle joué par les banques dans le financement de l'industrie. Les Néerlandais ont une répartition proche du modèle allemand, alors que les Canadiens s'alignent sur le modèle américain. La structure du portefeuille des fonds japonais traduit le niveau élevé de détentions publiques des titres, américains notamment, mais aussi la chute de la valeur des actions à la suite de l'effondrement du Nikkei, en 1990. Cependant, les prêts ne sont pas négligeables, tout en étant bien inférieurs au niveau allemand. Nous reviendrons sur la question de la structure des portefeuilles plus loin.

Tableau 3
Distribution des portefeuilles des fonds de pension 1990 (%)

Pays	Liquidité	Obligations	Prêts	Biens, Propriétés	Actions
Grande-Bretagne	7	14	0	9	63
États-Unis	9	36	0	-	46
Allemagne	2	25	36	6	18
Japon	3	47	13	2	27
Canada	11	47	0	3	29
Pays-Bas	3	23	39	11	20
Suède	3	84	10	1	1
Suisse	12	29	14	17	16
Danemark	1	67	1	-	7
Australie	23	20	-	16	27
Italie	21	45	1	32	2

Source : Davis, 1995, p. 161.

On ne s'étonnera guère de l'épithète décernée par le *Financial Times*, pour qui les fonds de pension britanniques sont les « fidèles

dévots du culte de l'investissement en actions » [*Financial Times*, 27 avril 1995, p. III du supplément « Pension Funds Investment »]. Dans cette incessante quête de profit, les fonds de pension ne suivent plus désormais l'activité des entreprises sur la base du rapport annuel, mais selon les comptes rendus trimestriels de ces dernières, d'où la très juste expression de Michel Albert qui parle de « dictature du *Quarterly Report* », base même du « court-termisme ». La deuxième raison qui pousse au « court-termisme » tient aux conditions particulières du contrôle du capital industriel dans le modèle anglo-saxon : ici l'actionnariat concentré, où il est nécessaire de posséder de gros paquets d'actions afin de peser sur les destinées de la firme, n'a pas cours. Tout au contraire, l'action des investisseurs institutionnels anglo-saxons a abouti à une structure de propriété extrêmement diluée où un très faible pourcentage du capital social d'une firme permet à son propriétaire de peser de manière déterminante sur la stratégie de cette dernière. Le tableau ci-dessous montre sur ce plan le fossé qui existe entre le modèle rhénan et le modèle anglo-saxon. Le premier actionnaire de la société Daimler-Benz, la Deutsche Bank, ne possède pas moins de 41,8 % du capital social du groupe industriel alors que, aux États-Unis, le premier actionnaire de la General Motors est le fonds de pension des enseignants du Michigan, lequel, avec 1,42 % seulement du capital, est en position de premier actionnaire.

Tableau 4
Les cinq principaux blocs de vote chez General Motors, Daimler-Benz et Toyota

General Motors (en %)		Daimler-Benz (en %)		Toyota (en %)	
Fonds de pension du Michigan	1,42	Deutsche Bank	41,8	Sakura Bank	4,9
Bernstein Stanford	1,28	Dresdner Bank	18,7	Sanwa Bank	4,9
Wells Fargo	1,20	Commerzbank	12,2	Tokai Bank	4,9
Fonds de pension des collèges	0,96	Bayerische Landesbank	1,16	Nippon Life	3,8
Bankers Trust N.Y.	0,88	indisponible	–	Long Term Credit Bank	3,1
Total des cinq principaux blocs	5,74	Total	73,9	Total	21,6

Source : M. Roe, 1995, p. 4.

Dans ce contexte, rien n'est plus facile à un investisseur institutionnel anglo-saxon que de se défaire d'une valeur donnée, dans la mesure où le reste de son portefeuille reste « idéalement » réparti, garantissant par-là même une certaine stabilité dans les rendements. Cette structure particulière de la propriété des firmes facilite donc grandement les engagements et les désengagements rapides à court terme et explique aussi, pour une bonne part, le haut niveau de l'activité boursière dans les deux pays phares du capitalisme anglo-saxon.

Ce dernier facteur permet aussi de comprendre la nature du caractère multidimensionnel des placements des investisseurs institutionnels⁹. La diversité des placements est même telle que certains sont effectivement réalisés à long terme, ce qui permet aux gestionnaires des fonds de se défendre des accusations de « court-termisme » portées à l'encontre de leurs stratégies d'investissement. Ainsi, lors d'une récente conférence à Paris, le responsable du fonds de pension de la Ville de New York a pu assurer ses auditeurs de la volonté réelle et sincère de son fonds de rechercher « une appréciation du capital sur le long terme » [Rosner, 1995, p. 6].

Une deuxième caractéristique clé des fonds de pension anglo-saxons consiste à refuser tout prêt apparenté au classique prêt bancaire. Le contraste entre les deux modèles de capitalisme devient alors franchement flagrant sur ce dernier plan. Les fonds de pension américains et britanniques, en effet, n'emploient pas un seul dollar ou livre sterling de leurs immenses liquidités (0 % sur le tableau, p. 200) pour des opérations de prêt, alors que, en vertu de modèle dominant de relations banques-industrie, les fonds de pension allemands consacrent à cette fin 36 % de leurs actifs et les fonds japonais 13 %¹⁰. Ceci ne veut bien entendu pas dire que les investisseurs institutionnels anglo-saxons ignorent la sphère de la production, bien au contraire, mais ils le font à des conditions très particulières, c'est-à-dire en y imposant leurs propres normes de rentabilité. De fait, en privilégiant des rapports relevant des droits de propriété sur les titres plutôt qu'en accordant des crédits relevant du recouvrement classique de créances, les fonds de pension et d'investissement trouvent là deux avantages majeurs. D'abord, contrairement au crédit, la forme titrisée permet un dédoublement de l'usage, puisque l'action acquise peut également servir de moyen de paiement. Ensuite, la forme titrisée favorise éminemment la spéculation, activité fortement lucrative et essentielle aux yeux des investisseurs institutionnels. Comme le notait un rapport du CEPII, « les droits de propriété s'opposent aux créances parce que les

9. Un exemple particulièrement révélateur de ce phénomène est fourni par Calpers, la caisse de retraite des fonctionnaires de l'État de Californie, qui possède un portefeuille ne comptant pas moins de 2000 participations dans des firmes américaines et étrangères...

10. On pourrait objecter que le raisonnement ne vaut que pour les fonds de pension. La prise en compte des compagnies d'assurance et des fonds d'investissement modifie un peu cette configuration pour les États-Unis mais quasiment pas pour la Grande-Bretagne. Selon une étude réalisée par E.P. Davis, les prêts, en 1989, représentent 9,8 % des placements financiers des compagnies d'assurance contre 1,5 % pour le cas anglais. Voir E.P. Davis, « International Diversification of Institutional Investors », *Bank of England, Economics Division*, 1990, tableaux 2.8 et 2.9.

premiers, contrairement aux secondes, ne sont pas des engagements financiers. Les droits de propriété sont des supports de l'accumulation des patrimoines. Ils portent sur des richesses existantes (terrains, biens immobiliers anciens, actions déjà émises, or...). L'épargne qui achète ces droits ne finance pas directement des investissements nouveaux. Contrairement aux créances, les droits de propriété ne sont pas soumis à des engagements de remboursement à une date donnée et à un prix connu à l'avance [...]. Pour cette raison, ils peuvent devenir des vecteurs privilégiés de spéculation lorsque les dynamiques de leurs prix s'écartent de l'évolution économique générale » [CEPII, 1992, p. 147].

De plus, les données sur la composition des portefeuilles d'actifs appartenant aux fonds de pension doivent s'apprécier et se moduler à l'aune d'une nouvelle révolution financière actuellement en pleine phase active. Selon une récente étude de l'OCDE, en effet, « l'année 1993 restera peut-être dans les annales comme l'année où les fonds de retraite des pays de l'OCDE ont commencé à diversifier sérieusement leurs placements sur ce qu'il est convenu d'appeler les marchés émergents. À la fin de 1992, les fonds de retraite avaient placé sur ces marchés moins de 0,2 % de leurs avoirs [Chuhan, 1994]; or, selon les premiers éléments d'une étude entreprise par les bureaux d'études de Greenwich Associates et InterSec Research, les fonds de retraite britanniques avaient porté leur part d'investissement sur ces marchés à 2 % à la fin de l'année 1993, et les fonds de retraite américains avaient porté la leur à 0,7 % » [OCDE, 1994, p. 26]. C'est en utilisant ces derniers travaux ainsi que ceux de Chuhan que l'OCDE a établi une très parlante extrapolation des tendances de l'investissement des fonds de pension à l'horizon de l'an 2000. Le tableau ci-dessous montre ainsi l'extraordinaire croissance potentielle de l'investissement de ces derniers, avec notamment un bond qui porterait l'encours des fonds de pension sur ces marchés de 12 milliards de dollars à 353 milliards, soit une croissance de 2 900 % en huit ans, l'Asie et l'Amérique Latine recevant 95 % des flux. La crise mexicaine a, momentanément, brisé cette expansion.

Tableau 5
Projection de l'investissement des fonds de pension sur les marchés émergents à l'horizon 2000

Année	1992		2000	
	milliards de dollars	(%)	milliards de dollars	(%)
Actifs totaux des fonds de retraite de l'OCDE	5 750	(100,0)	12 000	(100,0)
Investis sur les marchés émergents	12	(0,20)	353	(2,9)
dont : Asie	6	(0,10)	235	(2,0)
Amérique latine	4	(0,07)	101	(0,8)
Autres marchés émergents	2	(0,03)	17	(0,1)

Source : OCDE, 1994, p. 62.

Il est permis enfin de s'interroger au sujet du mythe complaisamment répandu, notamment au Royaume-Uni, selon lequel le développement de ce type d'institutions financières favoriserait l'apparition d'un véritable capitalisme populaire dans les pays concernés, pour se demander si on n'assiste pas plutôt à une concentration sans cesse accrue de la détention et de la gestion des actifs financiers. À la veille de la Seconde Guerre mondiale, les particuliers britanniques détenaient environ 80 % de l'ensemble des actions cotées à Londres. Cette proportion est aujourd'hui tombée à 20 % alors que, dans le même temps, les investisseurs institutionnels n'assurent pas moins de 60 % des actifs financiers cotés. La situation est identique aux États-Unis, où les fonds de pension ont vu leur part de l'ensemble des valeurs mobilières passer de 1 % en 1950 à 30 % en 1993 [Turner, 1994, p. 3]. Ce pourcentage bondit également à plus de 60 % lorsqu'on additionne les avoirs des compagnies d'assurance et autres *mutual funds*, ce qui amène une étude des plus sérieuses à prévoir la disparition du dernier petit porteur de Wall Street en l'an 2003...

Activités spéculatrices des fonds de pension et d'investissement anglo-saxons, instabilité financière internationale et concurrence

L'un des aspects les plus caractéristiques de la globalisation financière a trait à l'émergence d'une véritable « économie internationale de spéculation » [Plihon, 1995, pp. 1-4]. Celle-ci inclut non seulement la spéculation classique sur les marchés des changes de devises, mais également des activités de plus en plus risquées sur de nouveaux « produits » complexes, comme les dérivés, de même, à notre sens, que le nombre croissant d'opérations menées sur les marchés de matières premières. D'ailleurs, le vocabulaire traduit bien à sa manière ce phénomène relativement nouveau puisque le néologisme de « commoditisation » (calqué de l'anglais *commodities*, c'est-à-dire les matières premières) désigne en fait la spéculation portant sur des produits désormais considérés comme de simples centres de profit – qu'il s'agisse de café ou de cacao, de blé ou de thé, de cuivre ou de pétrole, d'étain, voire de semi-conducteurs¹¹... –, où l'on retrouve les fonds de pension et d'investissement anglo-saxons parmi les opérateurs actifs.

11. Pour plus de détails sur ce point, on peut utilement se reporter au bulletin publié par la SFAC, qui fournit des analyses des variations de prix produit par produit. Ainsi, dans le bulletin de janvier 1995, apprend-on que le Marché londonien des métaux précieux (le LME) a été l'objet d'importants mouvements spéculatifs, d'abord de la part de

La spéculation sur les matières premières par des capitaux étrangers à ces secteurs économiques ne date certes pas d'hier. Les marchés du blé cotés à la Bourse du commerce de Chicago ont ainsi donné naissance au marché des *Futures* dès la fin du XIX^e siècle et, bien avant cela, Marx avait procédé, dans les colonnes de la *Nouvelle Gazette rhénane*, à une analyse détaillée de la spéculation en Angleterre, dont la teneur est encore d'une étonnante actualité¹². De ce point de vue, le caractère nouveau de la spéculation actuelle est en fait double. D'une part, la masse des capitaux engagés dans ce type d'opérations atteint des niveaux sans précédent dans l'histoire du capitalisme et induit des logiques véritablement destructrices des marchés eux-mêmes, au point que nombre d'opérateurs « traditionnels » s'en inquiètent vivement. D'autre part, un certain nombre d'assouplissements institutionnels accentuent le phénomène, permettant ainsi aux fonds de pension et d'investissement d'étendre encore davantage le champ de leurs activités. Ainsi des assouplissements récents de la législation ERISA, concernant les modalités de l'investissement des fonds de pension américains, sont à l'origine directe de leur irruption sur les marchés de produits tropicaux tels que le café et le cacao, par exemple. Ces marchés ayant été fortement perturbés et des plaintes ayant été formulées par de petits courtiers anglais littéralement évincés par les mastodontes de la finance que sont ces investisseurs institutionnels, une enquête sur le London Commodity Exchange a été diligentée ; or, selon cette étude, les investisseurs institutionnels sont parvenus, en quelques années seulement, à détenir jusqu'à 50 % des stocks mondiaux de cacao ! [*Financial Times*, 15 novembre 1994, p. 32].

fonds chinois, puis de la part de fonds de pension et d'investissement anglo-saxons. Pour Marc Roche, ce marché est devenu un véritable « casino » [*Le Monde*, 18 février 1995, p. 18].

12. Marx écrivait en effet en mars-avril 1850 : « Avant la dernière crise de 1845, le capital en excédent trouvait à s'écouler dans la spéculation sur les chemins de fer. La surproduction et la surspéculation dans ce domaine ont atteint depuis une ampleur telle que l'activité des chemins de fer en a été gênée au cours de la phase de prospérité de 1848-1849, et même les actions les plus solides entreprises dans ce secteur sont encore à un niveau extrêmement bas. Le faible prix du blé et les perspectives pour la récolte de 1850 n'offrent pas non plus d'occasions au placement de capitaux, et les différentes valeurs d'État sont soumises à un risque considérable pour faire l'objet d'amples spéculations. Ainsi donc, le capital surnuméraire de la phase de prospérité voit bouchés ses canaux de drainage. Il ne lui reste plus qu'à se précipiter tout entier sur la production industrielle, sur les spéculations concernant les produits coloniaux, ainsi que sur les matières premières décisives dans l'industrie – le coton et la laine. » Marx et Engels, *La Crise*, Éditions 10/18, 1978, p. 91.

Les fonds sont également très actifs sur les marchés des changes, où leur dimension en fait des acteurs majeurs au moment des grands mouvements de spéculation sur les devises. L'abrogation, en 1971, du système monétaire international institué à Bretton-Woods et l'adoption du régime des changes flexibles étudié par Suzanne de Brunhoff dans son chapitre ont créé le cadre de cette spéculation. Toutefois, si les banques et les trésoreries des entreprises multinationales avaient fait figure d'accusés principaux lors des crises des années 1960 et 1970, la libéralisation financière des années 1980, sans reléguer pour autant les deux agents précédents, a vu les investisseurs institutionnels s'imposer comme les acteurs majeurs des mouvements spéculatifs. Ainsi, pour n'en prendre qu'un exemple datant de 1981-1982, un fonds d'investissement américano-canadien, le Friedberg Commodity Fund, dirigé par Steve Hanke, fut responsable à lui tout seul de plus de 50 % des transactions sur le peso mexicain, qui ont précipité la crise de la dette mexicaine avec toutes les conséquences dévastatrices que l'on sait. Détaillant, pour la journaliste française Natacha Tatu la manière dont les opérations spéculatives étaient menées, Hanke apporta une précision fondamentale en affirmant « ne jamais franchir la barre de 20 % du capital sur une seule position ». Il illustre ainsi la capacité destructrice des opérations de fonds de cette dimension ayant des objectifs de profits financiers à court terme. Il permet aussi de mesurer la puissance du capital financier face aux États-Nations, ainsi que le degré auquel les monnaies sont ravalées au rang d'actifs financiers [Tatu, 1993, p. 36].

Plus récemment, le rapport du FMI analysant la tempête monétaire qui a virtuellement disloqué le système monétaire européen (SME) lors de l'été 1992 ne laisse planer aucun doute sur le rôle majeur des fonds de pension et d'investissement dans les crises de change. Après avoir spécifié que « le principal ressort des marchés était constitué par les investisseurs institutionnels », ce rapport fournissait d'intéressantes données sur le poids particulier des fonds anglo-saxons [FMI, 1993, p. 22]. Le FMI estime que 55 % des transactions sur les marchés des changes sont le fait des investisseurs américains et 14,5 % le fait des fonds britanniques, ce qui correspond presque exactement aux proportions entre les actifs des fonds de pension des deux côtés de l'Atlantique [FMI, 1993, p. 27]. Ce rapport fournit des éléments qui permettent de relativiser le rôle de nouveaux venus sur la scène monétaire internationale, les *hedge funds* ou « fonds de performance ». En cas d'attaques spéculatives contre une ou des monnaies nationales, les *hedge funds* s'attirent souvent les feux de la rampe médiatique et des analyses quelque peu hâtives leur prêtent une importance qu'ils n'ont pas. Ainsi, George Soros, le dirigeant du Quantum Fund, l'un des fonds de performance les plus médiatisés,

est-il volontiers dépeint comme l'« homme qui a fait sauter la livre sterling », du fait de son rôle dans les attaques contre le sterling, qui ont abouti au décrochage de la monnaie britannique du SME en septembre 1992. En fait, les *hedge funds* ne sont, selon l'image d'Henri Bourguinat, que les « éclaireurs avancés » des lourds bataillons que forment les investisseurs institutionnels [1995, p. 38]. Sans les immenses liquidités des fonds de pension et d'investissement, le rôle des *hedge funds* sur les marchés des changes serait négligeable. C'est ce rôle, ainsi que l'appui des investisseurs institutionnels, qui vaut aux fonds de performance de pouvoir s'endetter par effet de levier auprès du système bancaire dans des proportions allant de 50 à 100 fois leurs fonds propres. Tous ces facteurs ont largement contribué au développement contemporain des *hedge funds* qui ont vu, aux seuls États-Unis, leur nombre être multiplié par 50 entre 1992 et 1994 [Bourguinat, 1995, p. 37].

Il faut dire un mot, pour finir, du comportement des investisseurs institutionnels en cas de crises financières. En général, leur attitude consiste alors à « lâcher » la valeur, le titre ou la monnaie qui avaient précédemment leur faveur pour tenter, le plus souvent dans un vent de panique, de trouver refuge sur un autre produit. Ainsi Fidelity, le premier *mutual fund* des États-Unis, se débarrassa d'un seul coup d'un « paquet » de 600 millions d'actions, estimé à un milliard de dollars, le lundi 19 octobre 1987, donnant de la sorte le coup d'envoi du krach boursier. À la fin de ce lundi noir caractéristique, l'indice Dow Jones avait perdu quelque 508 points, soit 22,6 % de sa valeur totale. La crise mexicaine de fin décembre 1994 a été marquée par le même type de comportement mimétique, la panique d'un premier groupe d'investisseurs étant aussitôt imitée par d'autres, entraînant des ventes en cascade et débouchant sur la crise majeure. Ce type de comportement est structurellement prévisible (sauf, évidemment, sa date exacte...), au point qu'un rapport de la Banque des règlements internationaux (BRI), publié en novembre 1994, avait précisément envisagé le possible retrait des investissements américains de certains pays d'Amérique latine au vu de mauvais résultats macroéconomiques potentiels [BRI, 1994, p. 12]. Effectivement, lorsque les premières inquiétudes se virent confirmées, ce fut la fuite généralisée¹³ devant la monnaie mexicaine et, par contagion mimétique, ce mouvement aboutit finalement, le 18 novembre 1994, à un « run » sur le peso portant sur pas moins de 1,7 milliard de dollars en une seule journée [Wall Street Journal, 6 juillet 1995, p.1]. On comprend que les politiques dites d'« ajustement par les marchés » (c'est-à-dire en

13. Dans le langage des banquiers et des investisseurs anglo-saxons, volontiers amateur de litote, on appelle cela « *flight to quality* »...

2
2

fait par les plus puissants des agents de ces marchés) induisent désormais des processus d'une telle violence que le directeur du FMI, Michel Camdessus, a été obligé d'en convenir à sa manière : « Parfois longtemps inattentifs ou complaisants, les marchés finissent toujours par repérer les défaillances des gestions. Leur réaction est alors toujours grégaire, parfois brutale et excessive. Dans un monde où des crises de cette nature peuvent se déclencher à l'improviste, la conduite de la politique macroéconomique ne tolère plus d'à-peu-près » [*Le Monde*, 18 janvier 1996, p. 14]. Il n'est pas certain, dans le cas mexicain, que les investisseurs institutionnels anglo-saxons n'aient pas anticipé et intégré dans leurs calculs l'hypothèse d'une dévaluation du peso, sans que cela les amène à renoncer pour autant à leur logique particulière de mise en valeur financière.

Le comportement agressif des investisseurs institutionnels anglo-saxons ne doit pas être simplement compris comme s'exerçant uniquement sur la sphère de l'économie réelle extérieure à eux-mêmes, qu'il s'agisse de la spéculation sur les monnaies ou sur les matières premières. Au sein même du cœur financier, constitué par les banques d'affaires, les fonds de pension et les divers fonds d'investissement, règne une féroce concurrence oligopolistique, en tout point analogue à celle qui régit le monde des grands groupes industriels, mais certainement beaucoup plus exacerbée encore. Ainsi, par exemple, l'un des objets de convoitise lors des tentatives de rachat de la prestigieuse banque d'affaires britannique S.G. Warburg n'était autre que la mainmise sur Mercury Assets Management (MAM), la filiale spécialisée dans la gestion des fonds de pension de très grands groupes transnationaux britanniques. Cette filiale, avec ses 64 milliards de livres sterling d'actifs, qui en font la première de Grande-Bretagne, a finalement échappé aux convoitises successives de la banque d'affaires américaine Morgan Stanley, puis de la banque suisse SBS, même si cette dernière a vu sa tentative de rachat de la banque d'affaires couronnée de succès. En revanche, la banque Barings (neuvième gestionnaire de fonds de pension et d'investissement de Grande-Bretagne avec un encours de 28,3 milliards de livres) n'a pu, étant donné les circonstances de son rachat en catastrophe par ING, sauver son portefeuille de fonds de pension, dont l'investisseur repreneur hollandais a ainsi « hérité ». Comme on peut le constater, si les fonds de pension et d'investissement ont certes acquis les bases d'un immense pouvoir financier, la dimension même de ce dernier les transforme à leur tour en objets de convoitises extrêmes. Les tensions qui naissent ainsi au sein des cœurs financiers anglo-saxons se dénouent et se recréent au rythme d'une concurrence oligopolistique implacable : les plus petits y sont progressivement éliminés de façon impitoyable.

Les investisseurs institutionnels anglo-saxons, le corporate governance et la dynamique de l'économie mondiale

Avec l'apparition, depuis environ deux ou trois ans, du concept de *corporate governance* (que l'on peut traduire approximativement par « gouvernement des entreprises »), le vocabulaire économique français s'est enrichi d'une nouvelle expression anglo-saxonne¹⁴. Cependant, si, notamment en France, le problème posé par ce nouveau mode de contrôle des entreprises prend une dimension particulière, c'est entre autres parce que l'intervention croissante des fonds de pension et d'investissement anglo-saxons, dans certains domaines dont ils étaient auparavant exclus, vient modifier de façon radicale l'équilibre des pouvoirs au sein des sociétés industrielles et bancaires. L'exemple récent du groupe bancaire Suez est de ce point de vue hautement instructif. Lorsque, au début du mois de juin 1995, une coalition d'actionnaires minoritaires « remercia » soudainement le PDG de Suez, Gérard Worms, l'affaire fit grand bruit, à la fois parce que cette banque avait longtemps représenté l'un des deux piliers fondamentaux du capitalisme français, mais aussi parce que la brutalité du procédé signalait l'arrivée tonitruante en France des mœurs chères au capitalisme anglo-saxon. Le renvoi de G. Worms ne constituait sans doute nullement une grande première en France, mais la manière choqua indiscutablement l'*establishment* des affaires de l'Hexagone par sa rupture profonde avec la logique en vigueur. En effet, la bipolarité sous tutelle étatique que formait le couple Suez-Paribas était auparavant régie sur des bases non seulement plus feutrées mais davantage politiques – et de toute façon pas sur de purs critères de gestion et de maximisation d'actifs ; or, si les commentaires destinés à essayer de cerner les intentions des minoritaires (composés essentiellement de l'UAP, Saint-Gobain, la BNP et Elf-Aquitaine) allaient évidemment bon train, ils restèrent cependant très « franco-français » en laissant complètement dans l'ombre un fait capital. De fait, si l'UAP, avec 6,9 % du capital, est bien le principal actionnaire minoritaire de Suez, deux fonds américains ne possèdent pas moins de 16 % du mastodonte bancaire français... (il s'agit respectivement de TIAA-CREF, le principal fonds de pension des enseignants américains, et d'un fonds d'investissement de Boston, Grantham, Mayo & Van Otterloo)... En propriétaires particulièrement sourcilieux et vigilants, ces deux fonds mirent alors en avant les argu-

14. Voir à cet égard le numéro spécial de la *Revue d'économie financière*, « *Corporate Governance*, le gouvernement des entreprises », n° 31, hiver 1994.

2

ments classiques du *corporate governance*, à savoir la priorité des droits et des intérêts des actionnaires, ce qui, dans le cas précis, revenait à inciter les autres actionnaires à demander le départ de G. Worms. Cette exigence n'était évidemment que l'élément le plus visible d'une volonté plus globale d'imposer un changement radical de stratégie, changement qui, d'ailleurs, vient récemment d'être évoqué publiquement par les représentants mêmes des deux fonds américains et qui consiste à vouloir scinder le groupe Suez¹⁵. Cette volonté des fonds de pension anglo-saxons d'intervenir jusqu'au cœur même des firmes étrangères est maintenant de plus en plus clairement revendiquée et affirmée par les tenants de la *corporate governance*. Ainsi N. Rosner, le gestionnaire du fonds de pension de la ville de New York, affirme-t-il sans fard : « Aux États-Unis, les fonds de pension publics sont à présent les plus ardents défenseurs de ce mouvement (de la défense des actionnaires), qui prend d'ailleurs de l'ampleur à mesure que d'autres investisseurs institutionnels leur emboîtent le pas. Je ne vois pas pourquoi les changements qui se font jour aux États-Unis ne pourraient pas être "exportés". » [Rosner, 1995, p. 2].

Avant d'en venir aux causes profondes de l'extension hors du monde anglo-saxon des pratiques du *corporate governance* et de ses conséquences pour l'économie mondiale, il n'est pas indifférent de noter les efforts déployés dans la littérature anglo-saxonne pour minimiser, voire nier, le phénomène, occultant l'enjeu central du pouvoir au sein des firmes. Selon un auteur, « l'essence du *corporate governance* n'est pas le pouvoir, mais la question de savoir qui prendra les décisions les plus efficaces » [Pound, 1995, p. 90]. De son côté, la Banque mondiale avance deux arguments dont il faut dire un mot : d'une part, la montée en puissance des fonds de pension serait un facteur de stabilisation et de fixation à long terme du capital; d'autre part, du fait du vieillissement démographique, le renforcement continu des investisseurs institutionnels serait le seul moyen de surmonter la crise à venir en matière de paiement des retraites, notamment dans les principaux pays industrialisés. À en croire la Banque mondiale, « le court-termisme provient des petits fonds de pension, qui ont tendance à voter avec leurs pieds, c'est-à-dire à se débarrasser des actions en les vendant », alors que, pour leur part, les grands fonds de pension s'engageraient à plus long terme [World Bank, 1994, p. 178]. Pour cette institution internationale, il faut d'autre part favoriser au maximum l'extension mondiale des fonds de pension, ce

15. Voir sur ce point « Can Suez Stay in One Piece », *Business Week*, 12 février 1996, pp. 44-45.

qui permettrait à la fois d'aboutir à une meilleure allocation du capital et d'éviter, comme le suggère d'ailleurs le titre de son rapport, une crise des retraites privées due au vieillissement de la population. Le court-termisme n'est pas l'apanage exclusif des seuls fonds de pension de petite taille. Grâce à la mise en œuvre du *corporate governance*, les grands fonds de pension parviennent à imposer aux groupes industriels une stratégie aux résultats analogues, mais sans nécessairement avoir recours à la vente des titres, comme par le passé. C'est ce qu'on peut déduire par exemple du récent conflit, en Grande-Bretagne, entre Granada et Forte. L'opposition faite par la Banque mondiale entre les petits fonds de pension, qui sont soudainement diabolisés, et les autres n'est pas fondée; au contraire, la pression exercée par les investisseurs institutionnels les plus puissants en faveur d'une gestion à court terme ne cesse d'augmenter.

La diffusion internationale des principes du *corporate governance* impulsée par les investisseurs institutionnels anglo-saxons contribue à l'internationalisation d'une régulation rentière mondialisée où les principaux pays sources du capital-argent concentré sont placés au centre d'un vaste réseau, qui se nourrit d'une partie croissante de la valeur produite ailleurs dans le monde. Cette affirmation suppose une clarification du terme «rentier». Alors que, à la fin du XIX^e siècle et jusqu'à la Première Guerre mondiale environ, ce mot désignait surtout une classe sociale composée essentiellement d'individus dont l'épargne était investie, le plus souvent internationalement, par l'intermédiaire des banques, aujourd'hui, le cœur du dispositif est occupé par les investisseurs institutionnels. Cette constatation ne nous amène pas pour autant à partager les positions de Peter Drucker, bien au contraire. Après avoir bien décrit l'exorbitant pouvoir exercé par les investisseurs institutionnels, celui-ci en arrive à une conclusion des plus singulières : puisque les véritables propriétaires des fonds de pension ne sont autres que les retraités, l'économie américaine serait ainsi entrée dans une nouvelle phase de son histoire... le socialisme ! [1993, pp. 67-74]. Si l'on considère les instances décisionnaires des investissements réalisés ainsi que les montants des revenus profitant de manière prioritaire à la couche sociale associée le plus directement à la gestion de ces placements, force est de constater qu'il est impossible de considérer les retraités comme les vrais propriétaires et les véritables décideurs des différents fonds où leur épargne est centralisée. En revanche, la nouvelle couche de gestionnaires, ultraminoritaire numériquement, mérite d'être désignée comme matérialisant la principale forme contemporaine du capital rentier. Utilisant une mobilité retrouvée du capital, la fructification rentière du capital va aujourd'hui infiniment plus loin que celle décrite par Melman dans son travail sur le capitalisme américain des années

1970, où le parasitisme rentier consistait surtout dans l'absorption des firmes les plus performantes par intégration conglomerale [Melman, 1983, pp. 18-19]. Dans la nouvelle configuration rentière, les investisseurs institutionnels ont le pouvoir de choisir les segments de la chaîne de valeur qu'ils estiment être le plus rentables et le plus dénués de risques – quitte à s'en dégager en cas de crise. Le récent exemple de l'OPA réussie du groupe de télévision anglais Granada sur la chaîne hôtelière Forte est un bon exemple à la fois de la sélectivité de l'investissement et du poids décisif des fonds de pension. En effet, si Granada a bien réussi son opération, c'est parce que MAM, le plus puissant des gestionnaires de fonds de pension anglais, actionnaire majoritaire des deux groupes (avec respectivement 15 % dans Granada et 14,1 % dans Forte) a fait pencher la balance de manière décisive du côté de Granada, en raison de minutieux calculs de rentabilité effectués longtemps à l'avance. Ainsi le *corporate governance* apparaît comme la codification gestionnaire d'une pratique où le capital-argent concentré a réussi à subordonner à son profit des fractions de plus en plus importantes de l'appareil productif (industries ou services), et ce tant à l'échelle nationale qu'internationale.

Les investisseurs institutionnels – ainsi que tous les opérateurs financiers qui prennent modèle sur eux – allient une capacité à opérer des ponctions sans contrepartie sur la sphère productive, avec une nette tendance à faire supporter les pertes par d'autres catégories sociales. La manière dont une série de déconvenues sur des opérations portant sur les produits dérivés ont été soldées illustre fort bien. Tout comme les *hedge funds*, au départ conçus pour se protéger de fluctuations monétaires erratiques, les produits dérivés se sont transformés en machines à gagner des sommes colossales et... à en faire perdre¹⁶. Le tableau ci-après donne un aperçu saisissant des pertes les plus notoires de ces dernières années.

16. Le *Financial Times* publie régulièrement des études consacrées aux investissements des fonds de pension, qui permettent de bien suivre la façon dont les différents éléments constitutifs des cœurs financiers anglo-saxons sont articulés entre eux. Ainsi Tracy Corrigan, spécialiste des fonds de pension britanniques, précise les relations entre ces derniers et les banques au sujet des produits dérivés : « Les fonds de pension – ou plutôt leurs gestionnaires – se rangent petit à petit à l'avis des banquiers, qui, après des années de lobbying, ont fini par les convaincre des attraits des produits dérivés. Bien que les gestionnaires continuent à exercer une grande prudence, il se dégage aujourd'hui un consensus selon lequel les produits dérivés forment un instrument indispensable dans la gestion quotidienne d'un fonds de pension » [*Financial Times*, « A Tool for Altering Risk Profile », 27 avril 1994, p. VIII du Survey « Pension Fund Investment »].

Tableau 6
Pertes sur les marchés de dérivés (1986-1995)

Firme ou institution	Pertes (en millions de dollars)	Qui paie ou paiera ?
Hammersmith & Fulham		
Local Authority (Grande-Bretagne)	900	contribuables
Allied Lyons (Grande-Bretagne)	265	actionnaires
Showa Shell (Japon)	1 580	actionnaires
Metallgesellschaft (Allemagne)	1 340	actionnaires
Codelco (Chili)	200	contribuables
Procter & Gamble (États-Unis)	157	actionnaires
Arco Employees Savings (fonds de pension américain)	22	retraités
Louisiana State Retirees (fonds de pension américain)	25	retraités
Glaxo (Grande-Bretagne)	180	actionnaires
Orange County (États-Unis)	1 700	contribuables
Barings (Grande-Bretagne)	900	actionnaires et retraités

Sources : *Fortune*, juillet 1994, p. 137, et *The Economist*, 10 février 1996, Survey « Corporate Risk Management », p. 4.

Pour considérables qu'elles soient, ces pertes viennent pourtant d'être totalement éclipsées par l'ampleur de la récente spéculation sur le LME, le marché londonien du cuivre. Le 6 juin 1996 en effet, la maison de négoce japonaise Sumitomo a été victime d'une manœuvre spéculative sur le métal rouge organisée principalement par deux *hedge funds* américains, le Quantum fund de G. Soros et le Tiger fund de J. Robertson, auxquels une société publique chinoise (la Citic) se serait également jointe (*Financial Times*, 17 juin 1996, p. 3). D'ores et déjà, les pertes encourues par la vénérable maison japonaise s'élèvent à 1,8 milliard de dollars et même, selon certaines estimations, à plus de 4 milliards de dollars (*Financial Times*, 21-22 juin 1996, p. 1). Mais, plus que l'aspect quantitatif déjà considérable (4 milliards de dollars représentent une somme légèrement supérieure au PIB annuel d'un producteur de cuivre comme la Zambie...), c'est la manière dont le captage rentier s'effectue qui vaut d'être noté. Comme au casino, en effet, tout se joue en l'espace de quelques secondes et, par la « grâce » des marchés dérivés, une politique d'investissements de plusieurs années peut se voir ruinée en quelques secondes seulement. Comme le dit un négociant confirmé de ce marché : « Le stress est incroyable. Des décisions portant sur des millions de dollars doivent être prises au quart de seconde en raison de l'extrême volatilité du marché du cuivre. Vous construisez une position, puis, soudain, le marché chute et il faut sortir rapidement pour limiter les pertes sans paniquer. » (*Le Monde*, 23-24 juin 1996, p. 13).

C'est en constatant le poids de plus en plus écrasant de la finance et de ses acteurs majeurs qu'un spécialiste du financement de l'innovation est parvenu à la conclusion du rétablissement, en cette fin de xx^e siècle, du « primat de l'optimisation financière » [Gonenc, 1993, p. 381]. Par manque d'investissements productifs, le développement d'entreprises saines est mis en danger. Cette menace est prise au sérieux par les tenants les plus convaincus du capitalisme. Constatant le fossé entre les modèles anglo-saxons et les modèles de type rhénan, un observateur faisait ainsi récemment remarquer, à juste titre, que, « depuis 1975, les entreprises en Grande-Bretagne ont en moyenne réinvesti 45 % de leurs profits, contre 54 % en Amérique, 63 % au Japon et 67 % en Allemagne » [Handy, 1995, p.146]. Identifiant à la fois l'origine du modèle et le vecteur de diffusion du capitalisme financiarisé, un grand quotidien allemand précisait l'origine de cette pression, affirmant que « les entreprises allemandes se retrouvent, du fait de l'internationalisation des marchés de capitaux, confrontées à un nouveau concept de management venu des pays anglo-saxons et dont le but principal est le développement des profits distribués aux actionnaires... Ce concept est totalement opposé au concept en vigueur ici, lequel consiste à équilibrer les intérêts des actionnaires, des employés, des banques, des communautés locales et autres » [*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 23 février 1996, p. 6]. Quant aux banques, lorsqu'elles ne sont pas évincées de leurs fonctions traditionnelles d'intermédiaires, elles doivent adopter à leur tour les principes de la banque-dividende (c'est-à-dire les mêmes principes que ceux des investisseurs institutionnels), qui consistent à rechercher le risque zéro avec le plus haut taux de rentabilité possible. Bien qu'elle se tienne aux avant-postes, l'économie allemande n'est certes pas la seule à subir ainsi la pression du modèle anglo-saxon, mais ses difficultés illustrent parfaitement le poids à vaincre pour faire sortir l'économie mondiale de la stagnation prolongée actuelle.

Conclusion

La croissance des puissantes institutions du capital-argent concentré que sont les fonds de pension et autres fonds d'investissement anglo-saxons est au cœur du processus de globalisation financière internationale, qui pèse de manière de plus en plus déterminante sur l'évolution économique mondiale. Par le biais de l'endettement public, des gouvernements pourtant souverains sur le plan proprement politique sont désormais placés sous la sourcilleuse surveillance des investisseurs institutionnels. De plus, comme un auteur l'a montré dans un ouvrage au titre suggestif, *Labor's Capital*, c'est avec l'argent

des salariés que le capital financier a pu retrouver cette force nouvelle et ce n'est pas là le moindre des paradoxes [Ghilarducci, 1992]. Les intentions de ces nouveaux piliers de la finance apparaissent clairement lorsqu'on procède à l'examen de leurs portefeuilles d'actifs. De fait, le principe de la liquidité régit entièrement la politique d'investissement des fonds de pension, plaçant ces derniers aux antipodes des recommandations keynésiennes dans ce domaine. La prédilection pour la forme titrisée (actions ou obligations) favorise toutes les formes de spéculation, ce qui explique partiellement l'intense activité boursière, aussi bien aux États-Unis qu'en Grande-Bretagne. Détenteurs d'environ deux tiers de la capitalisation boursière dans les deux pays, les participations des investisseurs institutionnels sont en outre caractérisées par une très forte dispersion, ce qui induit un type de contrôle particulier des entreprises, où une participation faible au capital permet d'exercer un pouvoir de contrôle important. Les titres des dettes publiques des États emprunteurs et les parts sociales des entreprises ne constituent cependant pas l'unique terrain de fructification du capital-argent hautement concentré. De plus en plus, les fonds de pension et d'investissement anglo-saxons se risquent dans la spéculation sur devises, sur les matières premières et les instruments financiers virtuels hautement sophistiqués que sont les produits dérivés, sources d'immenses profits ou de pertes non moins importantes. Cette faculté de passer d'un produit à l'autre conduit un auteur à soutenir que « le degré de mobilité du capital a aujourd'hui atteint ou dépassé celui que connaissait l'étalon-or de la fin du XIX^e siècle », à l'énorme différence près qu'il n'existe plus aujourd'hui d'étalon-or mais une immense pyramide d'actifs financiers, le plus souvent totalement fictifs [Swoboda, 1995, p. 242]. La capacité des agents les plus puissants du capital financier à modifier la répartition du revenu en leur faveur est bien mise en évidence par l'observation d'un spécialiste, affirmant que « les revenus continuellement croissants dégagés par les fonds de pension reflètent, quant au fonds, l'avantage que le capital a su reconquérir sur le travail » [*Financial Times*, 13-14 janvier 1996, p. XVIII, Section II].

Cette initiative s'exprime aujourd'hui aussi de manière croissante sous la forme juridico-gestionnaire du *corporate governance*. Conscient des formidables dangers potentiels de réaction politique et sociale qu'un tel système engendre, le magazine *The Economist* (qui reflète bien les vues de la City et notamment celles des investisseurs institutionnels) s'est récemment lancé dans une « défense et illustration de la spéculation », dans laquelle le marché financier est présenté comme un lieu où l'information circule librement, de manière quasi parfaite et sans coût, le tout sous la houlette d'un « bienveillant dictateur hayekien » (*sic!*) qui, tel un impartial sismographe, se contente

uniquement d'enregistrer les turbulences des marchés... [*The Economist*, 3 février 1996, pp. 68-69]. À observer les récentes crises boursières et financières qui ont récemment bouleversé les marchés et quasiment disloqué le SME, on doute cependant de la bienveillance de ce « dictateur » (synonyme d'investisseurs institutionnels) et on est davantage tenté de suivre Henri Bourguinat pour qui on est loin d'« être sûr que le despote soit éclairé » [1996, p. 178]. Il ne s'agit pas là pourtant d'un simple retour au « capitalisme sauvage », comme on l'entend dire parfois. La puissance de ces fonds n'a en effet d'égale que la volonté consciente et implacable d'imposer un nouveau totalitarisme systémique à prétention irréversible, ce qu'un critique radical comme F. Clairmont assimile à rien de moins qu'un univers concentrationnaire de type « goulag » ([Clairmont, 1996]. L'économie anglaise, plus « avancée » sur ce plan que son homologue américaine, montre déjà tous les ravages occasionnés par la gangrène rentière¹⁷. Sa trajectoire économique met en évidence un dualisme social croissant sur tous les plans. Le « royaume désuni », dont nous avons fait l'analyse dans un autre volume de cette même collection [Farnetti, 1995], est le produit direct des phénomènes dont un aperçu a été donné ici. L'enjeu dépasse de loin le cadre des pays anglo-saxons, mais n'est-ce pas là aussi une caractéristique de la mondialisation ?

17. Loin d'être unique, l'« affaire Maxwell » est l'un des symptômes les plus patents de ce phénomène et mériterait à elle seule une étude poussée.

La financiarisation excluante : les leçons des économies latino-américaines*

Pierre Salama**

** Professeur à Paris XIII-Villetaneuse, directeur du Groupe d'études internationales sur le travail et le développement (GREITD) du Centre d'études des dynamiques internationales (CEDI).

* Une première version de ce texte a été présentée au GREITD ainsi qu'à des séminaires internationaux au Mexique (colloque de Chapala, septembre 1995), en Colombie (colloque de Villa de Leyva, octobre 1995) et au Brésil (colloque de l'ANPEC à Salvador, décembre 1995). Cette seconde version, profondément remaniée, a bénéficié de l'ensemble des commentaires d'A. Azouvi, O. Canuto, M. Dehove, R. Gonçalves, R. Guttman, M. Matellanes, A. Zantman et, bien sûr, J. Valier et F. Chesnais, que nous tenons plus particulièrement à remercier tous deux.

Presque toutes les économies latino-américaines ont connu une phase de très haute inflation, voire d'hyperinflation dans les années 1980. À cette même époque, la hausse des prix connaissait un fort ralentissement dans les pays développés. Le produit intérieur brut par tête était bien plus bas que celui des pays développés et sa progression beaucoup plus irrégulière, puisque la plupart des économies latino-américaines ont connu des chutes importantes de leur niveau d'activité, suivies souvent de fortes reprises à la fin de cette décennie 1980. Si on fait exception des pays dits du cône sud (Argentine, Uruguay et Chili), les économies latino-américaines ont aussi été marquée par des inégalités de revenus et une pauvreté très importantes, sans commune mesure avec celles que les pays développés voient croître aujourd'hui. Les situations paraissent donc différentes et il semble que l'étude des économies latino-américaines ne puisse fournir que peu d'enseignement pour comprendre les problèmes actuels des pays développés.

Et pourtant... Il y a peu de temps encore, le fait de discuter des formes larvées de salarisation, de secteur informel, d'exclusion, était quelque peu étrange en raison de leur présence faible, peu visible, dans les pays développés. Dès la fin des années 1970, cependant, le chômage, le « travail au noir » et l'exclusion s'y développent sous des formes qui rappellent celles qui dominent dans les économies latino-américaines. De même, l'essor vif du secteur financier, et, plus particulièrement, celui de la financiarisation des entreprises dans les économies semi-industrialisées latino-américaines ces dix dernières années, évoque celui des pays développés dans les années 1980. Enfin, les sorties de crise et la chute prononcée de la hausse des prix, en jouant sur la libéralisation quasi simultanée de l'ensemble des marchés rappelle la politique économique dite de « désinflation compétitive » suivie par plusieurs pays européens dès la seconde moitié des années 1980. Aussi bien en France que dans les économies latino-américaines, le taux de change s'apprécie, le déficit de l'État est financé pour partie croissante par des entrées de capitaux et les taux d'intérêt réels s'établissent à des niveaux élevés. Les inégalités de revenu sont alors renforcées, l'emploi devient plus rare et l'exclusion se développe. Sans forcer le paradoxe, ce qui est en pointillé dans de nombreux pays développés apparaît avec plus de netteté dans les économies semi-industrialisées latino-américaines.

L'objet de ce chapitre n'est pas de démontrer cette thèse. Il faudrait de trop longs développements méthodologiques sur la reproduction économique et sociale des économies dites de la périphérie au sein de l'économie mondiale et sur les degrés de liberté de leur gouvernement dans la définition des politiques économiques. Nous l'avons esquissée ailleurs [G. Mathias et P. Salama, 1983]. Plus simple-

ment, notre propos est d'accepter celle-ci comme hypothèse et d'analyser d'abord la financiarisation¹ de ces économies, ses conséquences sur le fonctionnement du marché du travail et sur l'organisation de ce travail, puis de tirer quelques enseignements à caractère universel, dépassant le cas de ces pays.

Selon certains économistes la hausse des taux d'intérêt favorise une meilleure allocation des ressources et, ce faisant, une augmentation du taux de croissance. Selon d'autres, cette hausse produit une « détresse financière » se manifestant par une financiarisation croissante des activités et par des difficultés accrues pour l'investissement productif. L'exposé des différents effets d'une hausse des taux d'intérêt sera présenté dans une première partie.

Les études sur la flexibilité du travail sont nombreuses. Celles cherchant à établir des relations entre les mutations technologiques et les modifications dans l'organisation du travail connaissent aujourd'hui un certain développement. En revanche, les analyses reliant les mutations financières, d'une part, et l'évolution des revenus du travail, l'essor de la flexibilité du travail, d'autre part, sont rares. La seconde partie traitera de ces relations. Le développement des activités financières des entreprises dans un contexte hyperinflationniste conduit à la réapparition de mécanismes archaïques d'appropriation de plus-value absolue. Le retour à la stabilité relative des prix s'accompagne d'une politique de taux d'intérêt élevés, provoquant indirectement l'essor de mécanismes de plus-value absolue « modernes », centrés sur l'intensification de la journée de travail.

Libéralisation et « détresse financière »

La hausse des taux d'intérêt a été souvent présentée, par certains économistes libéraux, à la suite de McKinnon et de Shaw, comme la panacée pour enrayer les mécanismes de mésallocation des ressources en capital et augmenter le taux de croissance. Selon la thèse développée par McKinnon et Shaw [1973], la hausse des taux d'intérêt devrait permettre une augmentation de l'investissement, de l'efficacité du capital, du taux de croissance de l'économie et de

1. Le degré de financiarisation d'une nation, ou d'une entreprise, peut se mesurer par un indicateur simple, où le numérateur est composé des actifs financiers et le dénominateur de ces derniers auxquels sont ajoutés les actifs réels. D'une manière plus précise, nous dirons qu'il y a financiarisation lorsque les entreprises industrielles consacrent une partie croissante de leurs ressources à des activités strictement financières et que cela tend à se réaliser au détriment de l'activité principale.

l'épargne, une insertion des entreprises sur le marché des capitaux plus importante et, enfin, une allocation des facteurs de production plus optimale. La hausse du taux de l'intérêt devrait alors diminuer la répression financière, à la condition toutefois qu'elle soit accompagnée d'une libéralisation des marchés. Force est de constater que cette thèse n'a pas donné les résultats pronostiqués, que ce soit dans les pays développés ou dans les pays sous-développés. La réduction des taux d'épargne et d'investissement, par rapport à ce qu'ils furent jusqu'à la fin des années 1970, le fléchissement du rythme de croissance économique, le gonflement du chômage à mesure qu'augmentait la disparité entre les revenus, constituent les traits marquants de ces vingt dernières années, sans qu'on puisse attribuer pour autant à la hausse des taux d'intérêt et aux mesures de libéralisation financière la forte croissance des pays d'Asie du Sud-Est et de la Chine. La hausse des taux d'intérêt ne produit donc pas l'effet escompté par le courant libéral.

La répression financière

*La répression financière,
conséquence des faibles taux d'intérêt :*

Selon l'approche néoclassique, de bas taux d'intérêt n'incitent guère à épargner puisque la décision d'épargner résulte d'un arbitrage entre une consommation immédiate et une consommation future. Les dépôts dans le système bancaire seront alors faibles.

La relation entre le taux d'épargne et le taux d'intérêt est évidemment beaucoup plus complexe, ainsi que MacKinnon l'admet dans des travaux plus récents [1989]. Il est difficile d'établir une relation entre le taux d'intérêt réel² et l'épargne dans une économie fermée ; cela est plus facile dans une économie ouverte, puisque les capitaux peuvent sortir du pays afin de bénéficier de taux d'intérêt supérieurs à l'étranger [Fry, 1989]. Bien que les tests montrent, selon McKinnon, peu de relations significatives entre l'épargne et le taux d'intérêt, cette relation sera supposée vraie mais pour un taux de croissance donné. Une augmentation du taux de croissance du revenu agit positivement sur l'épargne, toutes choses étant égales par ailleurs. La relation entre les taux d'intérêt réels et l'épargne jouerait cependant un rôle mineur, l'originalité de la nouvelle formulation résidant dans la relation taux d'intérêt/investissement. Sur ce point, la position défendue par McKinnon et la suivante : de bas taux d'intérêt conduisent à une allocation peu optimale des ressources, puisqu'ils permettent que soient entrepris des investissements à faible rentabilité et

2. Équivalent ici au taux d'intérêt nominal déflaté du taux d'inflation anticipé.

conduisent les banques à préférer des projets capitalistiques peu rentables, le coût du capital étant relativement peu élevé. La sélection des crédits, à bas taux, au bénéfice des seules entreprises satisfaisant aux critères définis par l'État, autorise le maintien, voire le développement, d'un marché financier informel fonctionnant au prix de coûts de transaction relativement élevés puisque l'information y est particulièrement imparfaite, la gestion du risque coûteuse et la dimension des capitaux disponibles relativement faible, limitant ainsi les emprunts aux seules petites entreprises opérant avec des techniques traditionnelles à faible efficacité. Trois sources de financement coexistent donc : des emprunts à bas taux d'intérêt pour les seules entreprises qui ont été sélectionnées, l'autofinancement pour les entreprises n'ayant pas accès au marché financier, et les circuits financiers informels. Ces trois sources ne fournissent pas un financement optimal et sont génératrices de dysfonctionnements importants, limitant la croissance.

À l'inverse, la hausse des taux d'intérêt permettrait que soient entrepris des projets satisfaisant à des critères de rentabilité plus élevés. Les projets à faible rentabilité, c'est-à-dire ceux dont la rentabilité est inférieure au coût que représente l'emprunt de capitaux, sont abandonnés, dégageant ainsi des ressources pour les seuls projets rentables. La hausse des taux d'intérêt devrait conduire à la disparition des entreprises peu rentables, l'épargne quitterait les circuits informels, assurée d'une rémunération supérieure dans les circuits formels, et se destinerait davantage au financement des investissements des grandes entreprises rentables, à une condition : il est nécessaire que la libéralisation financière comporte également la suppression des obstacles d'accès au crédit, de telle sorte que la sélection du crédit ne se fasse plus de manière administrative et qu'elle obéisse au seul arbitrage rentabilité/taux d'intérêt. Dans ces conditions, la hausse des taux d'intérêt devrait enfin libérer les ressources accaparées par de grandes entreprises publiques peu rentables et permettre qu'elles soient affectées aux entreprises plus rentables. Moins de circuits informels, davantage d'accès au crédit formel, augmentation de l'épargne : tels sont les avantages supposés d'une hausse des taux d'intérêt.

L'argumentation ne se limite pas à cette meilleure allocation des ressources, tant au sein du secteur formel qu'entre ce dernier et le secteur informel. La hausse des taux d'intérêt est supposée conduire à une amélioration de l'efficacité du capital³ – puisque les projets les

3. Les auteurs appartenant à ce courant n'insistent pas tous sur cet aspect qualitatif de l'investissement et certains privilégient l'aspect quantitatif, les investissements augmentant avec la hausse de l'épargne. Pour un rappel de ces positions, voir. M.J. Fry [1989].

moins rentables sont éliminés – et à une hausse consécutive du taux de croissance. Celle-ci conduit à un déplacement de la fonction d'épargne, de telle sorte qu'à une épargne accrue corresponde un investissement supérieur. La hausse des taux d'intérêt ne suscite donc pas une baisse de l'investissement, bien que la fonction d'investissement soit décroissante au taux d'intérêt, puisque le taux de croissance augmente et que l'épargne s'accroît de ce fait. Lorsque le taux d'intérêt correspond au croisement des deux fonctions, celle d'investissement décroissante par rapport au taux d'intérêt et celle d'épargne croissante (pour un taux de croissance donné), l'épargne et l'investissement sont optimaux.

La répression financière déduite d'hypothèses implicites

Selon cette approche, l'accès au crédit aurait été rendu difficile pour les grandes entreprises ne satisfaisant pas aux projets d'industrialisation définis par l'État. Pour contourner en partie cet obstacle dressé par l'État, ces grandes entreprises pratiqueraient alors l'autofinancement. L'épargne informelle, bien qu'importante, financerait surtout les projets des petites entreprises à faible efficacité⁴. Comme l'État favorise des investissements à faible rentabilité et à forte intensité capitalistique grâce à la faiblesse des taux d'intérêt consentis aux entreprises ayant son aval, et à leur accès privilégié aux ressources bancaires, la source du non-développement, ou du mal-développement, viendrait de la défiance portée au marché et de la confiance accordée à l'État.

Le raisonnement suivi sous-estime le facteur temps et les effets d'entraînement attendus. Il peut en effet être nécessaire d'investir dans des secteurs lourds à faible rentabilité simplement parce que l'existence de ces secteurs peut être de nature à permettre l'essor d'autres industries en créant des marchés pour celles-ci. Sans vouloir entrer à nouveau dans les vieux débats entre « croissance équilibrée » à la Nurkse, nécessitant un *big push* [Rosenstein-Rodan], et « croissance déséquilibrée » à la Hirschmann, permettant de maximiser les « effets de liaison », force est de constater que, s'il n'y avait pas eu centralisation des capitaux par l'État, tant en Corée du Sud qu'au Brésil, pour investir dans les secteurs lourds et intermédiaires, l'essor de l'industrie aurait été beaucoup plus difficile pour au moins deux raisons. Les marchés financiers étaient trop petits pour permettre une centralisation du capital suffisante au lancement des secteurs produisant des produits intermédiaires, compte tenu des dimensionnements

4. Dans une problématique semblable à celle développée par McKinnon [1989] et testée sur l'Inde, on peut se référer, sur cette question, à Laumas [1990].

nécessaires pour bénéficier des économies d'échelle. La formation d'une classe d'entrepreneurs était trop récente et ces derniers trop faibles et fragiles pour assumer de tels projets. C'est ce qui explique le surdéveloppement de l'État et son rôle important dans l'industrialisation lorsque celle-ci prend son essor. Le reconnaître, analyser les fondements de cette intervention massive, ne signifie pas adopter un point de vue laudateur du rôle de l'État. Cette intervention dépend de plusieurs facteurs (situation économique et sociale, programme politique, poids des contraintes externes), que nous ne pouvons ici développer⁵. L'action du gouvernement, forme d'existence de l'État, est également le produit d'une recherche de légitimité, d'une fidélité à un programme, du poids des « lobbys ». Et ce n'est pas parce que la « recherche de rente » (au sens d'A. Krueger), la corruption, etc., peuvent intervenir dans ces décisions qu'elles interviennent toujours, naturellement, avec le même poids, conférant aux décisions prises une inefficacité économique. À supposer que le marché donne de meilleurs signaux que l'État, ce qui posé de cette manière est contestable et surtout absurde⁶, l'intervention de l'État à l'aube du développement peut avoir une visée à moyen et long terme qu'un marché ne peut offrir, tout simplement faute d'exister véritablement.

Mais n'est donc pas tant dans cette conception du rôle de l'État et du marché que réside l'originalité de cette approche, mais, comme nous l'avons souligné, dans le rôle attribué à des taux d'intérêt plus élevés dans la sélection des investissements. Elle permet de déduire de la hausse des taux d'intérêt une augmentation du taux d'investissement et donc un décollage possible des économies en voie de développement, tant que l'État respecte les lois du marché et ne cherche pas à imposer de bas taux d'intérêt.

L'approche keynésienne reste pertinente. Selon cette approche, l'épargne joue le même rôle que dans le paradigme néoclassique. Il y a antériorité de l'épargne sur l'investissement, l'une finançant l'autre. À l'inverse, dans le paradigme keynésien, il y a antériorité de l'acte d'investissement sur l'épargne. Les agents décident d'investir si l'efficacité marginale de leur capital dépasse le taux d'intérêt et distribuent des revenus en conséquence. L'augmentation de l'investissement conduit à une hausse de l'épargne, fonction du revenu et non du taux d'intérêt, telle que, *ex post*, l'investissement est égal à l'épargne. Du point de vue d'une approche keynésienne, dans une économie fermée, trop d'épargne équivaut à une insuffisance de la demande

5. Nous nous permettons de renvoyer à G. Mathias et P. Salama [1983].

6. On ne peut en effet concevoir le marché sans l'État, tant au niveau de l'Histoire que de la logique. Il s'agit de deux catégories séparées mais dépendantes.

effective et produit une baisse de l'investissement. Une baisse du taux d'intérêt conduit, à l'inverse, à une hausse de l'investissement et, *ex post*, de l'épargne. L'investissement n'est donc pas limité par l'épargne existante, mais par une insuffisance de crédit et des taux d'intérêt trop élevés, eu égard aux conditions de valorisation du capital.

Cette manière différente de comprendre les mécanismes économiques ne minore pas le rôle de l'épargne et, de manière plus générale, celui du financement de l'investissement, ainsi que les premiers travaux keynésiens ont parfois pu le laisser penser. Elle considère que les crédits font les dépôts de telle sorte que, lorsqu'une banque finance un projet d'investissement, elle participe à la création d'un nouveau dépôt, tandis que les projets d'investissement nouveaux ne sont « engagés que s'ils réunissent des plans de financement qui anticipent la formation de l'épargne future, au moment où les dépenses échelonnées selon la réalisation des projets deviendront des investissements effectifs » [M. Aglietta, p.37, 1995].

L'antériorité de l'investissement sur l'épargne souligne le rôle décisif des entrepreneurs dans la formation des revenus. Les conclusions sont donc diamétralement opposées selon le paradigme adopté. La répression financière a lieu en cas de hausse des taux d'intérêt. La baisse des taux d'intérêt participe de l'essor des investissements et de l'épargne.

Même s'il est utile de rappeler les fondements d'une démarche – et de contester l'universalité qui lui est prêtée en lui en opposant une autre, il ne suffit cependant pas d'opposer un paradigme à un autre pour répondre aux problèmes soulevés. C'est pourquoi une critique interne est également nécessaire. Celle-ci sera développée à partir du contexte inflationniste latino-américain.

De la libéralisation à la « détresse financière »

La « détresse financière » comme exception

Dans les modèles développés à la suite des travaux de McKinnon, l'épargne des ménages dans les économies en développement se distribue entre deux actifs, l'un réel (pouvant être l'or), dont l'objet est de se protéger des méfaits de l'inflation, l'autre monétaire, constitué par des dépôts bancaires rémunérés.

Lorsque la politique économique mise en œuvre aboutit à une chute de l'inflation, le ralentissement de la hausse des prix conduit à une redistribution de l'épargne en faveur des dépôts rémunérés car, d'une part, pour un même taux d'intérêt nominal, le taux d'intérêt

réel s'accroît lorsque les anticipations sur la hausse des prix sont à la baisse, et, d'autre part, la nécessité de recourir à des actifs réels pour se protéger de l'inflation, est moins forte lorsque l'augmentation des prix fléchit. En terme de coût d'opportunité, l'improductivité des actifs réels visant à se protéger de l'inflation s'accroît à mesure que l'inflation baisse et que les taux d'intérêt réels augmentent. Il résulte de ce double mécanisme que la hausse du taux d'intérêt réel devrait permettre de dégager des ressources supplémentaires pour l'investissement.

Cependant, les auteurs reconnaissent que l'augmentation du taux d'intérêt réel ne conduit pas toujours aux objectifs souhaités. Des effets pervers peuvent apparaître lorsque la libéralisation du commerce extérieur se fait en même temps que celle des marchés financiers : les prix relatifs changent trop brutalement et les entreprises faibles ne peuvent résister, alors même qu'elles auraient pu le faire si les mesures de libéralisation avaient été étalées dans le temps, selon une séquence optimale⁷.

Lorsque le taux d'inflation reste très élevé et que les taux d'intérêt réels sont importants, les objectifs attendus peuvent ne pas être atteints. Les hauts taux d'intérêt reflètent alors davantage une instabilité financière⁸ qu'une possibilité d'accroître l'épargne et l'investissement. On est en présence d'une situation dite de « détresse financière ». Celle-ci serait cependant une « exception qui confirme la règle ».

Cette appréciation est erronée : en effet, la « détresse financière » est un révélateur des faiblesses de cette approche. On observe, dans la plupart des pays d'Amérique latine, des cas de « détresse financière » dans les périodes de très haute inflation⁹, voire d'hyperinflation rampante dans les années 1980, et pour certains jusqu'au début des années 1990. Ainsi que les trois tableaux suivants le montrent, de très nombreux pays, à l'exception toutefois du Mexique, ont fortement élevé leurs taux d'intérêt réels suite à la libéralisation financière

7. Nous avons présenté une synthèse des débats portant sur les rythmes de libéralisation des marchés dans notre livre : [P. Salama et J. Valier 1994].

8. S'agissant des tentatives de libéralisation financière réalisées dans le cône sud de l'Amérique latine à la fin des années 1970 et au début des années 1980, McKinnon [1989, p. 30] reconnaît explicitement leurs échecs et ajoute : « We now recognize that our knowledge of how best to achieve financial liberalization remains seriously incomplete. » Force est de reconnaître qu'une telle prudence a fait défaut parmi les théoriciens et politiques libéraux à la fin des années 1980.

9. C'est-à-dire sur une période plus longue que celle analysée par McKinnon.

de la fin des années 1980 ou du début des années 1990 (dont la mise en œuvre diffère selon les pays).

Tableau 1
Taux d'intérêt réels sur les dépôts de 1980 à 1986

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentine	3,6	8	-20,5	18,9	21,8	24,3	16,3
Bolivie	-19,9	-10,9	-66,7	-66,2	-89,5	-97,5	-19,6
Bésil	3,8	5,6	6,5	8,7	10,2	12,7	4,3
Chili	8,9	34,5	41,9	0,9	14,5	-0,7	3,2
Colombie	7,7	7,8	10,8	11,6	16,1	9,1	10,4
Mexique	-0,1	3	-11,5	-22,4	-8,8	8	-2,9
Écart type*	7	10,8	18,5	14,4	9,2	17,7	10,7

*L'écart type est construit sans tenir compte de la Bolivie. Nous n'avons pas donné les taux d'intérêt du Pérou, du Venezuela, de l'Uruguay, du Honduras, de l'Équateur et du Guatemala par souci de simplification. L'écart type tient compte des taux d'intérêt de ces pays.

Source : *Latin American and the Caribbean, a Decade after a Debt Crisis*, Banque mondiale, 1993, p.101.

Tableau 2
Taux d'intérêt réel CETES (vingt-huit jours) au Mexique de 1981 à 1992

1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
3,68	-23,50	-14,81	-9,30	4,01	-10	-25,62	-14,94	7,92	-6,25	-3,54	5,08

N.B. : les CETES sont des obligations du Trésor, les variations sont moins grandes et les taux d'intérêt moins faibles pour les dépôts (voir ci-après).

Source : Banque du Mexique.

Tableau 3
S reads entre taux d'intérêt réels de dépôt et de prêts (en %)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentine	11,4	16,1	14,6	20,8	15	20,5	3,5
Chili	4,6	15,4	15	9,7	18	5	5,2
Mexico	5,6	9,7	13,7	17,7	13,7	18,9	26,4
Moyenne Am. lat.	5,3	7,2	7	8,6	6,9	7,3	9,8

Source : *ibid.*, p.102. Nota : pour le Mexique, le taux d'intérêt considéré est annuel.

Cette politique, irrégulière, ne conduit pas toutefois à une libéralisation financière. Les réserves obligatoires imposées aux banques augmentent considérablement dans certains pays. Au Mexique, le recours à cette forme de financement obligatoire se substituera à une politique régulière de taux d'intérêt réels positifs¹⁰. Il faudra attendre

10. L'affectation obligatoire d'une partie importante des dépôts bancaires au financement de la dette interne et la politique de taux d'intérêt réels irrégulièrement positifs et négatifs n'empêchera pas, au Mexique, la montée vertigineuse du service de la dette interne (18,6 % du PIB en 1986). Cette hausse s'explique pour l'essentiel par

la fin des années 1980 ou le début des années 1990 selon les pays pour que celle-ci soit engagée¹¹.

Tableau 4
Amérique latine, Argentine et Mexique : investissement et épargnes
(en pourcentage du PIB, dollars de 1980)

		1976-1979	1980-1981	1982	1983-1989	1990	1991	1992
Taux d'investissement	Amérique lat.	24,1	24,4	20,4	17	15,4	16,6	17,7
	Argentine		23,7	19,2	17	13,3	15,3	18,5
	Mexique		27,9	21,8	17	18,9	19,5	20,7
Taux d'épargne interne*	Amérique lat.	23,9	23	22,8	24,2	23,4	22,8	22,4
Taux d'épargne nationale	Amérique lat.	20,8	19,5	15,2	16	14,6	14,6	14,4
	Argentine		19,6	17	15,1	14,7	13,6	13,7
	Mexique		20,9	18,7	17,4	15,5	14,2	12,2
Taux d'épargne externe	Amérique lat.	3,4	4,8	5,3	1	0,7	1,9	3,3
Entrées nettes de capital en % du PIB	Amérique lat.	4,9	4,7	2,6	1	2,2	3,8	5,6

*L'épargne interne est égale au PIB moins la consommation et l'épargne nationale correspond au revenu national moins cette consommation, pour chacun en pourcentage du PIB. L'épargne nationale tient donc compte des transferts au titre du service de la dette externe, mais aussi de la détérioration des termes de l'échange. L'épargne externe correspond à la somme des entrées de capital et des variations de réserve nationale. Source : *Políticas*, op cit., p. 201 et pp. 280-281.

Les années 1980 sont celles d'une baisse considérable à la fois du taux d'épargne et du taux d'investissement (ainsi que le tableau 4 le montre). De même, mais dans une moindre mesure, on constate que les pays développés, à inflation faible, n'ont pas connu d'augmentation de leur taux d'investissement ces quinze dernières années : dans de très nombreux pays, la hausse des taux d'intérêt réels s'est accompagnée d'une baisse du taux d'épargne ainsi que d'une baisse de l'investissement et de la croissance. À la fin des années 1980 ou au début des années 1990, selon les différentes économies latino-américaines, à la suite de la chute forte de l'inflation et du dépassement de la crise, la pratique de taux d'intérêt élevés ne s'accompagne pas

l'accélération de l'inflation à cette époque. À l'inverse, la chute de la hausse des prix contribuera fortement, malgré la hausse des taux d'intérêt réels, à une réduction massive du service de la dette interne. Sur ce point, voir P. Salama et J. Valier [1990], pp. 50 et suivantes et M. Husson [1989], à qui nous avons emprunté la modélisation de cette relation.

11. Pour une présentation détaillée des politiques de libéralisation financière en Amérique latine, voir Cepal 1994, chapitre 12 et Banque mondiale 1993, pour une

d'une augmentation importante du taux d'investissement, y compris cette fois au Mexique¹². Les taux d'investissement sont très largement en deçà de ce qu'ils étaient dans les années 1960 et 1970, au moment où les taux d'intérêts réels étaient soit faibles, soit négatifs.

Apparemment, la faible pertinence de la relation évoquée ne se limiterait donc pas à des situations de « détresse financière ».

La « détresse financière » généralisée :

La libéralisation financière se traduit par une multiplication des produits financiers et change la structure de l'épargne. Les dépôts bancaires et les caisses d'épargne tendent à être délaissés par les agents, qui préfèrent placer leurs épargnes dans des titres à rentabilité plus élevée. Le redéploiement de l'épargne vers ces titres tend à augmenter leurs cours et accentue cette restructuration. Pour ces raisons, les banques de nombreux pays développés ont dû emprunter, à défaut de dépôts suffisants, pour prêter aux ménages.

Toutes choses étant égales par ailleurs, une augmentation rapide de la valeur du patrimoine, au-delà de la croissance du revenu, produit un effet pervers : elle incite ceux qui bénéficient de cette rente à moins épargner. On est alors en présence d'un double phénomène : d'une part, une tendance à la réduction du taux d'épargne, d'autre part, un redéploiement de l'épargne en faveur de produits financiers nouveaux, générateurs de fortes plus-values. Cette évolution, qu'on observe dans la plupart des pays développés, est encore plus nette dans les pays sous-développés dans les deux périodes considérées ici : celle d'une très forte inflation, et, pour certains, d'une « hyperinflation rampante »¹³, celle qui lui succède, à la fin des années 1980 ou

présentation du stade atteint par la libéralisation financière dans les principaux pays en 1992, selon différents critères, tels que la détermination des taux d'intérêt, l'administration des crédits, les réserves obligatoires, les barrières (à l'entrée, etc.) p.104, et le chapitre 7.

12. Depuis fin 1994, avec la spéculation effrénée contre le peso mexicain et la tendance à la généralisation de l'« effet tequila » aux pays qui avaient adopté un mode de sortie libérale de crise proche de celui mis en œuvre par le Mexique, les taux d'intérêt réels, bien que déjà élevés, se sont fortement accrus et la récession s'est développée.

13. Nous utilisons cette expression afin de souligner la spécificité des hyperinflations latino-américaines (à l'exception de celle que connut la Bolivie dans la première moitié des années 1980) par rapport à celles que connurent quelques pays européens dans l'entre-deux-guerres et dans l'immédiat après-guerre. Elles durent beaucoup plus longtemps et les caractéristiques des processus hyperinflationnistes ne sont pas pleinement présentes, à la différence des pays européens, où elles étaient quasi immédiatement ouvertes [P. Salama et J. Valier, *op. cit.*, 1990].

au début des années 1990, et qui se caractérise par une chute prononcée du taux d'inflation. Création de produits financiers sophistiqués, indexés directement ou indirectement au dollar¹⁴, financiarisation accentuée¹⁵, chute prononcée du taux d'épargne et du taux d'accumulation, par rapport à ceux qu'on pouvait observer dans les années 1970, caractérisent ces deux périodes.

L'hypothèse faite dans les modèles de McKinnon-Shaw d'un arbitrage de l'affectation de l'épargne entre un actif réel et un actif monétaire constitue une simplification abusive, surtout dans le cas qui nous intéresse. L'arbitrage ne se fait pas entre un actif réel et un actif monétaire représenté par des dépôts rémunérés, mais entre plusieurs types d'actifs financiers, au détriment des dépôts, lorsque l'inflation est très élevée. Quand il y a un contrôle des changes et que la politique économique menée contre l'inflation génère un certain pessimisme, l'écart entre le taux de change officiel et le taux de change parallèle est grand, car les agents n'ont guère confiance dans cette politique et sont tentés par l'achat de dollars sur le marché informel « interdit mais autorisé ». Sauf exception¹⁶, l'État émet alors des bons du Trésor, pour financer le déficit du budget, à des taux d'intérêt indexés sur le taux d'inflation. Comme l'inflation à venir risque d'être supérieure à l'inflation passée, les agents craignent une dépréciation de leurs actifs. C'est pourquoi, lorsque le taux d'inflation est élevé, le gouvernement cherche à indexer les taux d'intérêt sur une variable censée représenter l'inflation à venir. Celle-ci est donnée par le cours du dollar sur le marché parallèle qui, en quelque sorte, joue le rôle d'un marché à terme. Lorsque le différentiel de taux de change entre le marché officiel et le marché parallèle s'accroît – manifestation d'une défiance accrue quant à l'efficacité de la politique de l'État

14. Il peut s'agir dans le cas le plus simple de compte dollars. Cette pratique étant parfois interdite, soit les bons du Trésor émis sont indexés au dollar, soit leur taux d'intérêt l'est.

15. Cette financiarisation, comme nous le rappellerons plus loin, est ici le produit indirect de la gestion des dettes externe et interne. Les produits financiers offerts sont en nombre plus restreint, centrés surtout sur des bons du Trésor, les marchés financiers sont de dimension faible et les banques ont souvent connu, dans les années 1980, une augmentation importante de leurs réserves obligatoires.

16. Certains pays, comme la Bolivie, au début des années 1980, émettaient de la monnaie plutôt que des bons du Trésor pour financer le déficit croissant de leur budget. L'inflation se transforme alors rapidement en hyperinflation ouverte. La valeur des recettes fiscales baisse très fortement (cet effet porte le nom d'Olivera et de Tanzi, qui l'ont formalisé), le déficit grandit et s'alimente de l'émission de papier-monnaie. Dans ce cas classique et simple, par certains côtés semblable à celui des hyperinflations européennes, le dollar est préféré à la monnaie nationale, y compris dans sa fonction

pour lutter contre l'inflation –, le gouvernement hausse le taux d'intérêt nominal au-delà de l'anticipation sur l'inflation, afin de rendre plus attrayante l'émission de ses titres et d'attirer l'épargne plutôt que de la voir fuir à l'étranger. Ces bons sont préférés alors à tout autre produit financier, à cause de leur rendement très élevé¹⁷ et de leur très forte liquidité. La dollarisation prend alors de l'ampleur.

Indexation et dollarisation en hyperinflation

Certaines fonctions de la monnaie-dollar (fonction de réserve, puis d'unité de compte et, enfin, pour les biens durables, de moyen de circulation) se substituent aux fonctions de la monnaie nationale. Il s'agit non pas d'une substitution de monnaie, sauf lorsque l'hyperinflation devient ouverte, mais de substitution des fonctions d'une monnaie par celles d'une autre. C'est ce qui explique que deux monnaies existent partiellement et de manière conflictuelle dans les phases d'hyperinflation rampante lorsque chaque fonction est remplie par deux monnaies à des degrés d'intensité différents. C'est pourquoi on dit parfois que dans ce cas il y a deux monnaies : celle des pauvres et celle des gens aisés. Les premiers ont peu d'accès au marché financier et ne peuvent préserver leur pouvoir d'achat en achetant des pseudo-dollars (c'est pourquoi ils achètent le maximum de biens de consommation le jour où ils perçoivent un revenu), les autres bénéficient de cette indexation. Pour certains, dont le niveau de revenu n'est pas très élevé, cette indexation s'identifie à une demande de monnaie en pseudo-dollars de précaution, pour d'autres, les plus riches mais les moins nombreux, à une demande de monnaie de spéculation. Ce sont ces derniers qui bénéficient de cette spéculation, puisque leurs revenus sont indexés à une variable (le taux de change parallèle via le taux d'intérêt) annonciatrice d'une inflation à venir. Sur ces points, voir notre livre [P. Salama 1989], et celui que nous avons écrit avec J. Valier [1990].

Le marché parallèle annonce de manière plus crédible que le marché officiel ce que seront les taux de change dans le futur, compte tenu de l'inflation anticipée. C'est pourquoi le taux de change tel qu'il s'établit sur ce marché peut servir d'indice approché des prix. Les prix, exprimés au cours de ces pseudo-dollars, restent alors plus ou moins stables. L'indexation pratiquée par les entreprises de leurs prix sur la valeur de ces bons du Trésor préserve un minimum de cohérence de leurs prix relatifs. Le marché conserve alors la lisibilité qu'il a en période de faible inflation, sauf lorsque tous les prix n'ont pas la capacité de suivre fidèlement la variation prévue du taux de change, telle qu'elle est définie par le taux de change parallèle. Cette indexation constitue une « dollarisation » de l'économie,

de circulation. La baisse du pouvoir d'achat est à la mesure de l'inflation, pour ceux qui ne sont pas rémunérés directement en dollars. Ce n'est évidemment pas ce cas que nous analysons ici mais celui, plus complexe, où l'État émet des pseudo-dollars pour financer son déficit, et peu de papier-monnaie.

17. L'hyperinflation réduit la valeur faciale du bon. Cette perte est cependant plus que compensée par l'augmentation du taux d'intérêt réel. Ces relations ont été analysées dans de nombreux documents du FMI, notamment par M. Blejer, V. Tanzi et C. Teijero. Pour une présentation, voir [P. Salama et J. Valier, pp. 50 à 61, 1990].

puisque la fonction d'unité de compte n'est plus remplie par la monnaie nationale, mais par ces bons, jouant le rôle de pseudo-dollars. Elle est passive dans la mesure où elle constitue une réponse des agents au désordre des prix, suite à l'hyperinflation et à la perte de lisibilité du marché. Elle est dite active lorsqu'elle est décrétée par le gouvernement, comme ce fut le cas en Argentine avec le plan Cavallo, en avril 1991.

L'épargne se dirige vers les placements financiers lorsque les taux d'intérêt s'élèvent et suit donc le chemin inverse de celui pensé par les théoriciens de la « répression financière ». Ces taux deviennent tellement attractifs qu'ils participent à la dépression économique. En effet, l'hyperinflation rend difficile le maintien de prix relatifs cohérents, biaise l'information malgré la « dollarisation » et accentue ce faisant le risque, ce qui décourage l'investissement sur des projets nouveaux. Les politiques de contention de la demande pratiquées par l'État jouent défavorablement sur l'efficacité marginale du capital en altérant durablement les anticipations favorables quant à l'évolution de la demande effective. La substitution de l'épargne « improductive » à de « l'épargne productive », joue négativement sur le taux de croissance. Les entreprises se financiarisent (une part croissante de leurs actifs est constituée par ces actifs financiers), mais le financement de leurs investissements physiques se fait davantage par autofinancement que par le passé et de moins en moins par le recours au crédit, celui-ci étant devenu prohibitif¹⁸, ou limité par l'augmentation des réserves obligatoires (Mexique). Le différentiel de rentabilité entre l'investissement financier et l'investissement physique s'accroît au détriment de ce dernier et incite davantage les entreprises à préférer une financiarisation plus importante de leurs activités, ainsi que le montre l'explosion des cours en Bourse¹⁹.

Les taux d'intérêt, relativement élevés par rapport à ceux pratiqués dans les pays à devise clé, ont un coût assez important pour les entreprises, ainsi que l'ont souligné les économistes keynésiens et néo-structuralistes [L. Taylor, 1993]. Bien que les entreprises aient repris le chemin des banques avec la fin des hyperinflations, le financement des investissements par ce canal demeure faible, parce que très coûteux. Les entreprises préfèrent autofinancer leurs investissements et, lorsqu'elles le peuvent, cherchent à emprunter à l'étranger à taux

18. Rappelons qu'un taux d'intérêt réel de 10 % double la valeur de l'emprunt en sept ans, ce qui est considérable et alourdit ce faisant les coûts financiers démesurément, lorsque le taux de croissance est faible.

19. Au Mexique, la bourse capte fin 1986 21 % de l'épargne contre 4 % seulement fin 1980. Exprimé en dollars, le cours des actions augmente de 262 % en 1983 alors que le PIB chute de 5,3 %, s'accroît de 321 % en 1986 (baisse du PIB de 3,8 %), quadruple

d'intérêt plus faible – mais cependant élevés lorsqu'on les compare à ce qu'ils étaient dans les années 1970. Ces entreprises connaissent dès lors le même dilemme que celui des pays développés. Le coût très élevé des emprunts les décourage d'entreprendre des projets d'investissement qu'elles auraient réalisés pour des taux d'intérêt plus faibles. Autrement dit, la sélection qu'opère la politique des taux d'intérêt élevés joue certes en faveur des entreprises les plus efficaces, en éliminant les autres de l'accès au crédit ou en le leur limitant fortement, mais elle joue aussi, et surtout, au sein des entreprises efficaces en freinant leurs emprunts, les poussant à se désendetter parfois, et, lorsqu'elles retrouvent la voie des bénéfiques, à détenir des actifs financiers pour bénéficier de ces taux lucratifs, et à limiter leurs investissements, comme nous l'avons vu.

La sortie de crise, les nouvelles perspectives de profit sur certains marchés segmentés²⁰, celles offertes par les nouveaux marchés extérieurs dans certains secteurs, jouent favorablement en faveur de la hausse du taux d'investissement. La forte croissance observée parfois (Argentine, 1991-1993) s'explique alors par la conjonction d'une utilisation plus intensive des capacités de production – qui, à la veille de la reprise, n'étaient utilisées qu'à 35 %... –, d'une efficacité du capital plus grande²¹ et d'une augmentation légère du taux d'investissement. Comme on peut le comprendre, celle-ci résulte alors des nouvelles perspectives de valorisation du capital plutôt que d'une augmentation des taux d'intérêt.

On retrouve ce qu'on a pu observer dans les pays développés ces quinze dernières années : hausse des taux d'intérêt réels, baisse des taux d'épargne et d'investissement, ralentissement économique, restructuration de l'épargne en défaveur des dépôts bancaires, financiarisation des entreprises mais accès faible aux nouveaux produits financiers pour le financement des investissements productifs, avec toutefois une différence notable. Ce qui s'est passé en Amérique latine durant la « décennie perdue » constitue une caricature de ce

en 1987 (le PIB augmente de 1,8 %) jusqu'au krach de novembre (pour les années suivantes, voir tableau). Au Brésil, on observe la même dissociation entre le financier et le productif : alors que la production industrielle stagne en 1989, le cours des actions à la Bourse de São Paulo, en dollars, augmente de 200 %.

20. La concentration des revenus – aussi bien au bénéfice des revenus du capital par rapport à ceux du travail, qu'à l'intérieur des revenus du travail eux-mêmes – produit de nouveaux marchés solvables dans des secteurs produisant des biens de consommation durables.

21. Grâce aux importations de biens d'équipement modernes et moins coûteux, les taxes à l'importation baissent et le coût en monnaie nationale fléchit lorsque la monnaie nationale s'apprécie.

qui s'est produit dans les pays développés. Grossissant les traits, elle met mieux en lumière le jeu des mécanismes économiques.

Cependant, la financiarisation n'a pas la même signification dans chacune des périodes. Dans un cas, elle est corrélative à la très forte inflation, voire à l'hyperinflation rampante, dans le second cas, elle est le produit de la stratégie de sortie de crise centrée sur la libéralisation brutale de l'ensemble des marchés et la politique de valorisation du taux de change. Cette financiarisation ne produit pas les mêmes contraintes sur la gestion de la force de travail dans l'un et l'autre cas. Dans l'un, elle favorise le retour vers des modalités anciennes, archaïques, de création et d'accaparement de la plus-value; dans l'autre, elle favorise l'essor d'une gestion de la force de travail, centrée sur l'intensification de son usage, sans exclure pour autant la permanence de ces formes archaïques.

Financiarisation et flexibilités du travail

L'objet de cette partie consiste à établir des relations entre la financiarisation et les modifications observées dans la gestion de la force de travail. La financiarisation, sous ses formes diverses, entraîne une flexibilité accrue des salaires et de l'emploi. Dans la mesure où le terme de flexibilité revêt des sens différents, il est utile de le préciser, puis d'analyser son rapport avec les concepts de plus-value absolue archaïque et moderne.

Le terme de flexibilité revêt des sens différents selon les auteurs. L'OCDE oppose la « flexibilité numérique » à la « flexibilité fonctionnelle ». La première concerne toutes les formes quantitatives de la flexibilité, tant internes qu'externes à l'entreprise, et qui ont pour objet les salaires et l'emploi. La seconde est d'ordre plus qualitatif et traite en fait de l'adaptabilité de la main-d'œuvre. Ces deux types de flexibilité entretiennent à l'évidence des rapports entre elles, mais il convient de les distinguer l'une de l'autre. On peut considérer par exemple que, lorsque les entreprises préfèrent le long terme au court terme, elles privilégient la rétention de la main-d'œuvre et développent le marché primaire, c'est-à-dire interne à l'entreprise, ce qui les conduit à rechercher une flexibilité fonctionnelle de leur main-d'œuvre²². À cette classification, F. Michon [1987] préfère opposer la

22. E.J. Amadeo et J.-C. Camargo [1993] notent que le débat sur la flexibilité porte davantage aux États-Unis sur la flexibilité fonctionnelle qu'en Europe, où il tend à être plus centré sur la flexibilité quantitative dans la mesure où la définition des postes de travail y est moins rigide et la flexibilité du marché du travail, tant des salaires que des emplois, est moins développée en Europe qu'en Amérique.

« flexibilité du capital », correspondant à une action sur les tâches, à la « flexibilité du travail ». La première recouvre la flexibilité qualitative ou fonctionnelle mais aussi les pratiques de *leasing*, de filialisation et ce qui, en Amérique latine, se nomme « tertiarisation », c'est-à-dire recentrage et cession par vente de certaines activités. La seconde traite de la flexibilité des salaires, de la précarisation des emplois, de la liberté plus grande de licencier, de la flexibilité du temps de travail calculé au mois, voire à l'année²³.

Cette dernière classification, bien que moins partagée par la majorité des économistes, paraît plus pertinente que la précédente. Elle ouvre la voie à une seconde clarification concernant la plus-value absolue. Celle-ci consiste à produire plus de valeur. Soit le temps de travail est prolongé, soit l'intensification du travail augmente. Dans le premier cas, les formes les plus anciennes consistaient à allonger la journée de travail, les formes plus modernes à diminuer la porosité du travail (les temps morts), grâce à un réaménagement du travail, et/ou à calculer ce temps par rapport à l'année plutôt qu'à la journée. Dans le second cas, l'introduction de techniques nouvelles permet à la fois de diminuer la valeur des biens produits grâce à l'augmentation de la productivité du travail, mais aussi de redéfinir les tâches et d'intensifier le travail par unité de temps, c'est-à-dire à produire plus de valeur²⁴. Il s'agit alors de formes modernes d'exploitation de la force de travail, qu'on peut opposer aux formes archaïques, parce qu'anciennes et limitées, d'allongement de la journée de travail.

23. Ce sont deux modes complémentaires de flexibilité. « Il s'agit, dans un cas, de flexibilité quantitative et, dans un autre, de flexibilité qualitative, réponse aux modifications des goûts et préférences de la clientèle, au déplacement de la demande d'un type de produit à un autre. Les moyens de ces flexibilités ne paraissent pas semblables : l'emploi temporaire, les divers modes de flexibilité du temps de travail et la flexibilité des salaires d'une part, les systèmes de fabrication flexibles d'autre part... L'un ne variabilise l'activité de l'entreprise que pour mieux en variabiliser les coûts de fonctionnement et, en particulier, bien sûr, les coûts en main-d'œuvre. On espère ainsi, par le transfert des coûts fixes en coûts variables, réduire les coûts unitaires de production et particulièrement, bien entendu, les coûts en main-d'œuvre. L'autre cherche à faciliter le changement de fabrication, réduire l'investissement nécessaire au changement, réduire le coût fixe du changement afin de l'amortir sur des séries de fabrication plus restreintes : une autre façon de réduire les coûts unitaires » [F. Michon, p. 10].

24. Les interconnexions entre l'intensification du travail (plus-value absolue moderne) et l'accroissement de la productivité du travail (plus-value relative) n'ont cessé de s'intensifier. Pourtant, la distinction demeure importante : l'intensification du travail est un processus microéconomique, alors que la dévalorisation de la force de travail moyennant l'accroissement de la plus-value relative est d'ordre macroéconomique, affectant le mouvement du capital dans son ensemble. Le champ de la première est

D'une manière générale, la financiarisation des entreprises introduit une contrainte supplémentaire dans le procès de valorisation. Face aux contraintes créées dans la sphère financière, l'accumulation du capital dans le secteur productif devient insuffisante pour générer suffisamment de plus-value, toutes choses étant égales par ailleurs. Les conditions d'exploitation changent. Dans un premier temps, lorsque l'accumulation se réalise dans le cadre d'une économie relativement fermée, inflationniste, le salaire réel baisse, ce qui conduit ceux qui subissent cette évolution à rechercher une prolongation de leur journée de travail, soit directement, en occupant un second emploi à temps partiel, soit indirectement, au sein de la famille en augmentant le nombre de travailleurs par foyer (travail des enfants, travail à domicile, qui n'est pas sans rappeler le *putting out system* du début de la révolution industrielle en Europe). Dans un second temps, parallèlement à cette dégradation des conditions de reproduction de la famille, l'accumulation du capital plus importante – mais très en deçà des niveaux atteints dans les années 1970 et bien inférieure à celle des pays asiatiques – et l'introduction de technologies nouvelles, incitent fortement à modifier l'organisation du travail vers plus de flexibilité, tant externe à la firme (rotation plus grande de la main-d'œuvre) qu'interne (diminution du travail prescrit et augmentation de la polyvalence des travailleurs). Ces modifications ne viennent pas « mécaniquement » de modifications d'ordre technique introduites [H. Hirata, 1981 ; Carillo dans J. Humphrey, 1995]. Celles-ci ont leur importance et s'il s'agit de les relativiser, sans les nier, c'est pour insister sur les contraintes venant d'une accumulation insuffisante, eu égard au contexte international, qui pousse à davantage de flexibilité dans la gestion de la force de travail. L'idée centrale revient donc à quelque chose d'assez évident, mais de relativement complexe à démontrer. Il y a une relation entre la financiarisation et les modalités d'extraction de la plus-value. Elle est difficile à démontrer dans la

microéconomique et signifie que, dans un même temps de travail, plus de valeur est produite lorsque l'intensification augmente, soit par un accroissement des cadences, soit par une organisation du travail qui réduit les temps morts, soit par une flexibilité accrue de la force de travail lorsque les équipements s'y prêtent. Le champ de la seconde est microéconomique même si son lieu d'application est l'entreprise. Dans une même journée de travail, on produit davantage de biens grâce à l'introduction de nouveaux équipements. La productivité du travail augmente. La valeur de chacun de ces biens baisse et la valeur du panier de biens nécessaire à la reproduction de la force de travail est réduite. Ce mécanisme de plus-value relative est difficile à distinguer de celui de la plus-value absolue, lorsqu'on se limite à la lecture de l'évolution de la productivité du travail que les systèmes de comptabilité nationale présentent, puisque toutes deux se traduisent par une amélioration de la productivité du travail.

mesure où les études se sont soit centrées sur la finance et la financiarisation, soit sur le rapport finance/industrie, soit enfin sur l'essor de nouveaux modes d'organisation du travail et des rapports complexes qu'entretient la flexibilité de l'appareil de production avec la gestion de la force de travail. Peu d'études ont tenté d'établir une relation entre la financiarisation et la flexibilité. C'est le propos de cette partie.

« Décennie perdue » et flexibilité des salaires

De la dette à la financiarisation

Mises à l'écart des marchés financiers internationaux à partir d'août 1982, les économies latino-américaines durent payer sur leurs propres ressources le service de leur dette externe, jusqu'à ce qu'elles puissent accéder à nouveau à ces marchés, à la fin des années 1980. Les transferts nets de capitaux vers ces pays, de positifs qu'ils étaient jusqu'en 1982, devinrent donc fortement négatifs. Ce transfert net négatif est rendu possible lorsque le solde de la balance commerciale est positif. Celui-ci a été obtenu grâce à des mesures drastiques : le taux de change a été profondément dévalué et le contrôle des importations renforcé. Les marchés ont été peu ou pas libéralisés mais les dépenses publiques autres que celles destinées au service de la dette interne ont baissé. L'inflation a vivement augmenté, la dépression s'est généralisée²⁵ et un solde positif de la balance commerciale est apparu. L'accélération de la hausse des prix, la dépression économique ont également entraîné une baisse des recettes fiscales. L'augmentation considérable des charges de la dette interne de l'État a provoqué un déficit budgétaire, malgré les fortes réductions de dépenses autres que celles assurant le service de la dette.

Le service de la dette extérieure ne se réduit pas à un transfert d'épargne de l'intérieur vers l'extérieur, puisque la première est en monnaie locale, la seconde en devise. Au niveau macroéconomique, pour que ce transfert puisse avoir lieu, il faut qu'il y ait à la fois un

25. Le Brésil a moins subi que les autres pays latino-américains les effets négatifs de la « décennie perdue ». Sa croissance par tête a été nulle dans les années 1980 alors que quasiment tous autres pays connaissaient une baisse, de l'ordre de 10 % pour le Mexique, de 20 % pour l'Argentine. La structure productive du Brésil, plus forte que celle des autres économies semi-industrialisées, et surtout plus complète (présence d'un secteur de biens de production important), lui a permis de mieux résister à la crise et de développer des exportations, malgré l'appréciation de sa monnaie par la suite et la réduction importante par le président Collor des subventions dont bénéficiait ce secteur.

excédent des exportations sur les importations²⁶ et la possibilité pour le gouvernement de s'approprier cet excédent afin de financer le service de la dette externe, car ce n'est pas l'État qui exporte, sauf cas particulier où il est propriétaire des entreprises exportatrices. Cette relation comptable apparemment simple est donc plus complexe qu'elle ne paraît. L'État doit acheter au secteur exportateur les devises nécessaires au financement du service de la dette et émet des bons du Trésor puisque ses recettes sont insuffisantes et qu'il doit faire face à un déficit budgétaire croissant [P. Salama, 1989].

Le problème à résoudre est alors le suivant : comment s'approprier les devises dégagées par les dévaluations pour financer le service de la dette externe, compte tenu qu'il n'est pas possible d'augmenter le taux d'épargne global. Il suffit qu'il y ait, d'une part, épargne forcée, et, d'autre part, réorientation de l'épargne vers les titres publics. Les « maxi-dévaluations », visant à dégager un solde positif de la balance commerciale et à produire les devises nécessaires au service de la dette externe, sont inflationnistes et la hausse des prix passe à un niveau supérieur, ce qui conduit à une augmentation de l'épargne forcée. Elles constituent ce que les économistes latino-américains néostructuralistes ont nommé un « choc d'offre ». La hausse des taux d'intérêt réels des bons du Trésor permet cette réorientation de l'épargne vers le secteur public au détriment du secteur privé.

On constate alors un double processus : d'un côté, ce sont en quelque sorte ceux qui subissent l'inflation qui dégagent une épargne forcée, mais en monnaie locale ; de l'autre côté, c'est l'émission de titres publics qui permet à l'État d'acheter les devises – qu'il a dans ses caisses – et de payer le service de la dette en devises. La dette externe et son traitement donnent naissance à un double problème : celui du passage à des niveaux d'inflation très élevés, celui du gonflement d'une dette interne très forte et particulièrement volatile puisque essentiellement à court terme.

Le seigneurage opère donc dans un contexte d'inégalités accentuées des revenus et de valorisation du capital productif plus faible. L'émission des bons du Trésor participe de ce processus d'inégalité croissante, puisqu'elle constitue un mécanisme d'indexation sur le futur, couplé le plus souvent à une hausse importante des taux d'intérêt. Le transfert d'une partie de l'épargne interne peut se réaliser

26. Rappelons que $S - I = Y - E = X - M$ où S correspond à l'épargne, I à l'investissement, Y au revenu national, E à la demande intérieure, X aux exportations et M aux importations. Cette relation comptable indique les liens qui existent entre le différentiel d'épargne par rapport à l'investissement et le solde de la balance commerciale.