



# SYSTÈMES FINANCIERS ET RÉGIMES DE CROISSANCE

MICHEL AGLIETTA\*

La dualité entre la mondialisation des échanges commerciaux et de la finance d'un côté, la diversité des cohérences territoriales des activités économiques de l'autre, est vieille comme le capitalisme. L'alternance des vagues d'essor mondial et des époques d'approfondissement territorial remonte au moins à la fin du XV<sup>ème</sup> siècle. Certes, la forme politique de l'État-Nation s'est imposée et s'est généralisée partout dans le monde par la décolonisation. Mais les ensembles d'institutions de ces Nations ont toujours été très divers. La forme fédérale de l'organisation des Pouvoirs publics fait pénétrer la diversité institutionnelle entre des territoires infranationaux.

Le point de vue plus étroit des mécanismes et des performances économiques n'est pas pour démentir la prépondérance de la diversité, pour autant que l'on admette de mesurer les performances selon plusieurs critères. Même à l'aune étriquée et homogénéisante du PIB par tête, on cherche vainement les symptômes d'une convergence. Cela n'empêche pas les institutions internationales (FMI et Banque mondiale) de prêcher la *one best ways* sous l'égide du consensus de Washington.

Comme le remarque Richard Freeman dans une étude récente, le fantasme de l'organisation optimale du capitalisme est bien ancrée parmi les théoriciens de la croissance. La plupart des économistes croient vraiment ce que racontent les manuels. Il y aurait un optimum normatif et il faut chercher la voie pour aller dans la bonne direction en observant les *best practices*. Le malheur c'est que, d'une décennie à l'autre, le modèle change. Dans les années 1960, la France était aux premières loges. On célébrait la planification indicative et le secteur public autonome comme le système d'économie mixte le plus performant. Dans les années 1970, l'économie sociale de marché allemande était à l'hon-

\* Professeur à l'Université de Paris X Nanterre et consultant au CEPIL.



neur. Seule parmi les grands pays à maîtriser l'inflation, l'Allemagne ne paraissait avoir trouvé le mode de négociation collective le plus efficace pour réguler les conflits de répartition. Dans les années 1980, on ne jurait plus que par le Japon. Les performances des entreprises industrielles et l'expansion des institutions financières japonaises allaient de pair. La mobilité organisationnelle de la firme japonaise selon Aoki semblait la plus efficace pour absorber le changement technique. Enfin les années 1990 ont chanté les louanges du capitalisme américain. La globalisation financière et les technologies de l'information se combineraient pour faire de la flexibilité du marché du travail et de la privatisation de la protection sociale la voie royale vers le progrès. L'homogénéisation du monde serait en marche et toute réforme qui n'irait pas dans le sens du capitalisme américain serait un combat d'arrière-garde.

La myopie de ces affirmations péremptoires est saisissante. Ainsi la croissance plus rapide de la productivité américaine n'est même pas observable sur la décennie ; c'est une évolution qui remonte à 1996 ou 1995 tout au plus ! En vérité c'est l'augmentation du nombre d'heures travaillées par personne active qui donne un avantage récent aux États-Unis en termes d'accroissement du revenu par tête après deux décennies de stagnation et qui réduit quelque peu l'extrême élargissement de l'éventail des revenus. Mais l'augmentation des heures travaillées doit-elle être comptée comme une amélioration du bien-être ?

Peut-être, après tout, selon la conception du mérite qui informe le jugement de la société sur les individus et qui, par conséquent, est la valeur de cohésion aux États-Unis. Le plein emploi, quelles qu'en soient les conditions, est le principe supérieur commun de la société américaine. Mais il n'y a aucune raison, globalisation financière ou pas, qu'un autre pays adopte le même principe de cohésion sociale que les États-Unis.

En outre, il est hautement contestable du point de vue de la théorie économique d'affirmer que la mondialisation conduit à l'homogénéisation du monde. La division internationale du travail est une composante de la division du travail en général. L'approfondissement de la première par l'ouverture plus large aux échanges d'un pays avec l'étranger est équivalent au progrès technique qui remodèle la seconde. Or, le progrès technique élargit la diversité des produits, des méthodes, des idées. Son utilisation internationale est réglée par la loi des avantages comparatifs qui se nourrit de la diversité et qui la renouvelle. Il est d'ailleurs bien évident que si l'homogénéisation était en marche, si la loi du prix unique et l'égalité des rendements des capitaux régnaient sur le monde, le commerce international et les flux de capitaux s'épuiseraient au lieu de progresser beaucoup plus vite que le PIB mondial.

Il est vrai cependant que la phase actuelle de mondialisation se nourrit d'une mobilité des facteurs et des activités qui est qualitativement différente du passé et qui se manifeste dans la mondialisation des entreprises. Comme les facteurs mobiles mettent en concurrence ceux qui sont territorialisés, l'intensité de cette mise en concurrence est elle-même plus grande. Sont mis en concurrence, les principes mêmes de la cohérence territoriale : les conditions collectives de la productivité (infrastructures, systèmes éducatifs, systèmes de promotion de l'innovation), l'assurance fournie par la société aux citoyens contre les risques de la vie et les principes de la redistribution des richesses (systèmes de protection sociale, fiscalité, négociation collective, droit du travail), les principes au nom desquels les conflits sont réglés et les pouvoirs exercés (normes du droit et modes de gouvernance). La mondialisation des entreprises et son impact sur les relations salariales est donc le point de départ pour percevoir ce qu'il y a de commun et ce qu'il y a de différent dans les régimes de croissance contemporains.

La finance, qui interagit d'ailleurs étroitement avec la mondialisation des entreprises, est le second domaine déterminant par lequel les régulations macroéconomiques antérieures ont été affaiblies, voire détruites. Pour le voir, il faut aller au-delà des facteurs qui ont provoqué la globalisation financière et s'intéresser aux logiques de la finance. Comment des systèmes financiers à prépondérance bancaire et des systèmes dominés par les marchés de titres se distinguent-ils et se combinent-ils pour former des hybrides qui peuvent coexister dans la concurrence ? À partir de ces deux catégories d'institutions, entreprise et salariat d'un côté, systèmes financiers de l'autre, on esquissera quelques propositions sur la macroéconomie du capitalisme patrimonial et on évoquera le renouvellement profond de la politique économique qui en découle.

### *LES INCIDENCES DE LA MONDIALISATION DES MARCHÉS SUR LES ENTREPRISES*

La force de changement la plus puissante et la plus permanente depuis 20 ans est sans doute la mobilité. Aiguillonnée par la déréglementation, la privatisation et l'ouverture à la concurrence internationale, la mobilité des facteurs de la production s'est largement étendue à des catégories de facteurs qui y étaient peu ou pas sensibles auparavant. La perte de la maîtrise des prix a incité les entreprises à faire usage intensif de cette mobilité pour réduire les coûts et pour adapter l'offre à une demande plus incertaine.

Dans la production des biens industriels, l'automatisation n'a pas évolué comme on le pensait dans les années 1970, où l'on croyait que l'usine futuriste sans intervention humaine allait éliminer les résistances humaines à la production de masse. Loin d'intégrer verticalement les



processus de production, le contrôle informatisé a permis de produire de la diversité à des coûts inférieurs à ceux de la production standardisée antérieurement grâce au principe de modularité. L'interconnexion des unités autonomes a concilié la diminution des coûts fixes, la rapidité de réaction aux changements des carnets de commande et la variété des gammes dans une même ligne de produits. Le succès dans cette flexibilité technologique se mesure à la diminution du niveau des points morts.

La connaissance d'une demande plus diverse et plus versatile, découlant d'un changement profond des modes de vie, a donné une importance relativement plus grande dans le PIB des pays riches au commerce, aux services, à toutes les activités de promotion et de design des marchandises. Un changement de structure de la population active, témoignant d'une grande mobilité du travail, en a découlé. Deux catégories opposées de main-d'œuvre du point de vue des qualifications ont en commun une grande mobilité et des rémunérations qui dépendent beaucoup de la clientèle. Cela est en rupture avec la firme industrielle du temps de la production de masse qui internalisait la détermination des salaires et les protégeaient des fluctuations des marchés de ses produits. Une catégorie de main-d'œuvre est portée par des professionnels qui jouent un rôle majeur dans la valeur ajoutée des firmes qui les emploient et qui ont des compétences non spécifiques aux firmes. Ce type de salariés met les entreprises en concurrence, à la recherche des plus hauts revenus dans des marchés du travail internationaux. À l'opposé, les travailleurs à faible qualification subissent une mobilité forcée qui les met sur un marché du travail externe où le salaire de réservation s'est dégradé avec l'immigration aux États-Unis, le chômage et la baisse des allocations en Europe.

Les innovations conjointes des techniques de l'information et des télécommunications ont entraîné la mobilité des facteurs d'organisation. Par la possibilité de rendre l'information instantanément disponible en n'importe quel point d'un réseau, la révolution numérique a permis une flexibilité organisationnelle que les entreprises ne pouvaient pas atteindre auparavant. Une entreprise à activités et marchés répartis dans le monde entier peut établir un contrôle central par les flux, abolissant la tension entre centralisation et décentralisation. Il en résulte un bouleversement des hiérarchies fonctionnelles, lorsque la firme divisionnaire et coordonnée par le principe *staff and line* est restructurée en firme réseau avec ses unités à la fois autonomes et interconnectées.

Ces mutations de l'organisation des entreprises rendent leurs objectifs détachés de ceux des territoires sur lesquels leurs activités sont implantées. En effet, le profit brut consolidé cesse de n'être qu'une catégo-

rie comptable *ex post* pour devenir un objectif stratégique dans les plans communiqués aux analystes financiers. Cette révolution managériale rend possible le contrôle par la finance et remodèle le pouvoir à l'intérieur des firmes en faveur de la direction financière et des managers ayant un profil de gestion financière et au détriment des ingénieurs et des cadres administratifs. Elle crée également une catégorie de dirigeants de firmes transnationales, médiatisée par le forum de Davos, dont la représentation du capitalisme est façonnée par la prééminence de la finance : des flux globaux de valeur exprimés en unité monétaire internationale et sans lien avec aucun territoire particulier.

Telle qu'elle a été définie ci-dessus, dans un sens bien différent de celui de la conception néo-classique, la mobilité des facteurs entraîne des tensions à l'intérieur des entreprises. D'un côté, le contrôle de propriété s'ouvre à l'évaluation de la finance internationale lorsque les entreprises dépendent des marchés de capitaux globaux. D'un autre côté, les relations salariales, bien que transformées par la mobilité du travail, dépendent d'un droit du travail, de règles collectives et d'institutions de négociation qui ont de fortes spécificités nationales. Les systèmes de gouvernance sont les formes institutionnelles qui établissent des coordinations capables de supporter ces tensions au niveau des entreprises. La diversité de leurs caractéristiques, du point de vue du partage des risques et de la valeur produite dans les entreprises, doit avoir une incidence sur la diversité des régimes de croissance. Cependant cette incidence n'est pas facilement isolable, parce que les systèmes de gouvernance entrent dans des complémentarités institutionnelles avec d'autres composantes des modes de régulation qui influencent les équilibres macroéconomiques. Il se peut, par exemple, que différents types de gouvernance aient une influence significative sur les inégalités de revenus, mais pas sur la productivité et la croissance. Il se peut qu'un remodelage intense de la propriété par fusions et acquisitions augmente le rendement financier des entreprises sans amélioration de la productivité globale des facteurs. On se contentera donc d'observer les changements dans les formes du contrôle de propriété et dans les relations salariales qui résultent de la prééminence des stratégies financières dans les entreprises, sans chercher à inférer immédiatement des conséquences macroéconomiques.

### *Rapports de propriété et gouvernance*

Les entreprises sont des ensembles organisés de compétences qui se transforment dans les processus selon lesquels ces compétences coopèrent. L'apprentissage collectif et l'innovation sont donc inhérents à la permanence dans le temps des entreprises. C'est pourquoi il s'en dégage une puissance productive qui est convertie en surplus de valeur sur le



coût total des ressources dépensées lorsque la production est vendue sur le marché. Les risques existent dans l'ensemble des activités qui contribuent au renouvellement de la puissance de l'entreprise : dans l'acquisition des ressources sur les marchés, dans la coordination interne, dans les choix de ce qui est produit et des manières de le produire, dans la sanction des ventes. C'est pourquoi l'assignation des droits de contrôle sur le renouvellement et la transformation de cette puissance productive qu'est une entreprise en activité n'a rien d'évident. Elle ne prend sens que dans l'ensemble du système capitaliste des entreprises qui définit la valeur nette de l'entreprise comme la somme actualisée des surplus futurs espérés. Parce qu'elle fait une évaluation sociale de l'ensemble des entreprises, la finance définit une base d'évaluation à partir de laquelle la puissance productive des entreprises est valorisée et les droits sur sa répartition sont assignés. Il s'ensuit que le contrôle de propriété sur les entreprises est contingent à la logique dominante du système financier. Si des systèmes financiers différents coexistent, le contrôle de propriété prendra des formes diverses. Si les systèmes financiers subissent des changements tels que le passage d'une logique d'évaluation bancaire à une logique d'évaluation par les marchés financiers, le contrôle de propriété sera également transformé. Trois types de contrôle peuvent être distingués.

6

*Le contrôle direct par la dette s'exerce dans des systèmes financiers à prééminence bancaire. Le capitalisme rhénan et le capitalisme japonais sont réputés être ou avoir été des variantes de cette forme de contrôle. Les banques exercent un contrôle de solvabilité. La base d'évaluation est donc un taux d'intérêt du crédit (le taux de base bancaire). L'évaluation de la solvabilité s'exprime par des primes de risque. Les asymétries d'information sont réduites par des engagements réciproques à long terme, par la surveillance de l'exécution des crédits, par des prises de participation et (ou) par des sièges dans les conseils d'administration, de surveillance, ou les groupes informels de supervision dans le cas japonais. Le contrôle de solvabilité étant asymétrique, une large autonomie est laissée aux managers appuyés par des actionnaires stables. La Bourse ne fournissant aucune évaluation alternative significative, la valeur de l'entreprise est interne à son groupe de contrôle. Elle s'effectue sur la base du taux du crédit ajusté de la prime de risque correspondant à la classe de risque de l'entreprise. Toutes les parties prenantes au contrôle ayant intérêt à la stabilité de leurs relations, le style de gouvernance favorise une croissance régulière des entreprises. Les intérêts des salariés au partage du surplus peuvent être pris en charge dans des formules d'indexation des salaires sur des mesures de la productivité globale de l'entreprise. Ce système de gouvernance est donc adéquat à un régime de croissance où la demande est prévisible, où le progrès technique s'incorpore régulièrement dans le*



renouvellement des moyens de production, où les compétences sont formées par des investissements humains spécifiques au sein des entreprises. L'allocation du profit brut libre, après rémunération des ayants droit au partage du surplus, est le cœur du pouvoir stratégique.

*Le contrôle par le marché boursier avec levier d'endettement* est une forme qui peut être particulièrement perverse d'exercice du droit de propriété. La Bourse y a un double rôle. D'abord c'est un marché des titres qui produit une évaluation publique permanente des entreprises. Cette évaluation est le support d'une autre catégorie de transactions qui est un marché du contrôle. Les entreprises ou les parties d'entreprises y sont vendues et achetées à des valeurs différentes de l'évaluation publique par cessions et acquisitions de blocs de titres contre d'autres titres ou contre des liquidités obtenues par crédit. Ces opérations sont déclenchées à l'initiative d'actionnaires potentiels de contrôle, rivaux du groupe majoritaire actuel de l'entreprise. Leurs offres publiques d'achat s'effectuent à des prix qui révèlent une évaluation privée de la puissance productive future de l'entreprise, une fois restructurée par leurs soins souvent après fusion avec une autre entreprise ou une partie d'entreprise détachée d'une autre firme, supérieure à l'évaluation du marché boursier sur l'entreprise dans sa structure actuelle de gouvernance. Cette logique peut être un mode de contrôle indirect des actionnaires minoritaires par menace. Lorsqu'il existe un conflit stratégique entre le groupe de contrôle (managers, actionnaires majoritaires et banques de l'entreprise) et des actionnaires minoritaires actifs, la menace d'exit de ces derniers suffit à faire baisser la valeur boursière. L'entreprise devient ainsi vulnérable à une prise de contrôle par des *raiders* à l'affût d'entreprises sous-cotées. La prise en compte de cette menace par les managers peut suffire à infléchir la ligne directrice du développement de l'entreprise dans le sens d'une augmentation de la valeur boursière, donc de la satisfaction des actionnaires minoritaires.

Ce type de contrôle produit donc une gouvernance très différente du précédent. Il est en principe très favorable aux restructurations par fusions et démembrements d'entreprises. Il soumet la valeur nette actualisée des entreprises à la critique permanente de la communauté financière internationale. On peut donc l'observer dans des marchés financiers très développés, où des banques d'affaires sont capables de rassembler les services d'une armée d'analystes pour repérer les cibles et les proposer à des investisseurs. Cette logique implique également un marché des managers, c'est-à-dire de professionnels de haut niveau détachés de l'appartenance à une entreprise particulière, en quelque sorte des professionnels en restructurations. Une autre configuration est la médiation des banques d'affaires pour le compte d'une entreprise prédatrice qui cherche à prendre le contrôle d'une proie en remportant une

OPA hostile. Ces attaques suscitent des actions préventives de la part des proies potentielles en verrouillant les participations pour obtenir une minorité de blocage (méthode des noyaux durs), en utilisant le *cash-flow* libre pour racheter les actions des actionnaires minoritaires, en mobilisant des plans d'épargne salariale pour impliquer une partie des salariés, en faisant approuver par l'assemblée des actionnaires des règles de défense (*poison pills*) qui rendent plus difficile le succès d'une OPA hostile, en créant des titres de participation sans droits de vote.

Dans cette logique, le marché du contrôle prend l'allure d'une guerre de mouvement pour les uns, de position pour les autres. En vigueur aux États-Unis depuis longtemps et jouant un rôle macroéconomique significatif à l'occasion des vagues de fusion, ce type de gouvernance gagne l'Europe depuis la création de l'Union monétaire. La réussite de l'OPA hostile de Vodafone sur Mannesmann, dans le pays qui est le champion du contrôle par un partenariat stable d'actionnaires où les banques jouent un rôle déterminant, est un signe des transformations du capitalisme en Europe. Les fusions et acquisitions se multiplient au fur et à mesure que les marchés de capitaux remplacent les banques pour financer les entreprises au moindre coût. Cependant l'expérience américaine a enseigné que ces fusions et acquisitions sont loin d'être toujours efficaces du point de vue de l'accroissement de la productivité globale des facteurs. Lorsqu'elles sont conglomerales, notamment, elles se dénouent par un échec et un démembrement quelques années plus tard dans plus de la moitié des cas.

C'est que le contrôle par le marché dégénère facilement en pure opération financière dans une période d'euphorie boursière. Anticipant des plus-values, les *raiders* financent ce jeu spéculatif avec des leviers extrêmes. Ils y sont incités par les banques d'affaires qui réalisent des commissions très avantageuses en levant les fonds sous la forme de *junk bonds*. Il est bien évident que ces opérations fragilisent les entreprises au lieu de les renforcer. Les hausses transitoires des prix des actions sont artificielles et rapidement inversées après que les manipulateurs financiers ont réalisé leurs plus-values. Les dépenses des entreprises passant aussi par la course à l'endettement, leur passif devient plus fragile que les raids réussissent ou pas. Ces opérations laissent donc une trace durable : une probabilité de faillite plus élevée et une charge financière plus grande. Ces désordres ne sont pas du goût des investisseurs institutionnels qui sont les agents financiers prépondérants de la gestion patrimoniale. Leur influence grandissante fait prévaloir un troisième type de contrôle.

*Le contrôle direct par les actions* est adapté à des investisseurs qui ont un large portefeuille diversifié et qui font preuve d'activisme. Pour ces institutions financières qui ont des engagements contractuels à l'égard des épar-

gnants, la diversification dynamique des placements conduit à faire de la liquidité des marchés de titres une qualité prépondérante. La Bourse joue donc un rôle différent de ce qu'il est dans le marché du contrôle. Elle définit des *benchmarks*, c'est-à-dire des valeurs de marché de référence pour des indices qui représentent le risque générique de catégories d'entreprises. C'est l'opinion collective de la communauté des investisseurs qui produit ces évaluations dont la volatilité dépend d'un grand nombre de facteurs : les flux d'information nouvelle, les croyances sur les perspectives de rentabilité future de zones géographiques ou de secteurs d'activités, les engouements mimétiques générateurs de bulles spéculatives, la liquidité des marchés secondaires qui dépend de leur profondeur et de leur résilience, les règles de délégation de gestion. C'est toute l'organisation des marchés financiers qui intervient dans la qualité des benchmarks.

À partir de ces évaluations se construit un style de gouvernance fondé sur la promotion de règles et d'outils objectifs d'analyse de performance à l'initiative des investisseurs institutionnels. Cherchant des diversifications optimales, ces investisseurs ont besoin de résumer les performances des entreprises par rapport à la structure optimale de leur portefeuille, donc par les coefficients de corrélation des rendements de ces titres particuliers avec celui du marché auquel ils appartiennent. Pour faire cette gestion quantitative, la diversification s'effectue en plusieurs étapes : d'abord les grandes zones (géographiques ou macro-sectorielles), ensuite les secteurs fins à l'aide d'équipes d'analystes sectoriels, enfin l'évaluation des marges de progression des titres individuels par rapport à la moyenne sectorielle. La détection des entreprises médiocres mais susceptibles d'être restructurées entre dans cette phase d'analyse fine.

Pour pouvoir l'effectuer, les investisseurs institutionnels ont suscité une réflexion qui a abouti à codifier les principes de la gestion des entreprises dans des chartes de gouvernance. Ces chartes visent à subordonner toutes les coordinations internes des entreprises à la performance financière. Les objectifs prévisionnels doivent être articulés dans des comptes prospectifs publics permettant de faire les analyses de bilan et d'exploitation nécessaires pour juger de leur plausibilité. Ces audits indépendants, à la fois internes et externes, sont combinés à des visites de site et des contacts avec les analystes. Les dirigeants des entreprises sont sous la pression permanente des demandes d'explication concernant la conversion des plans d'entreprise en performances futures espérées. Hormis la publicité de l'information, les chartes de gouvernance insistent sur l'intéressement des équipes dirigeantes aux résultats financiers et sur la suppression de tous les obstacles qui pourraient entraver l'exercice du droit de vote des actionnaires minoritaires. Le tableau n°1 résume les principaux résultats sur les types de gouvernance.

**Tableau n°1**  
**Types de gouvernance d'entreprise**

Formes de contrôle	Contrôle par la dette	Contrôle par le marché boursier	Contrôle par les actions
Nature du contrôle et base d'évaluation	Solvabilité Taux de base + prime de risque bancaire	Marché de contrôle (OPA-OPE) valeur boursière/évaluation privée du potentiel de valeur	<i>Benchmarking</i> sur les indices boursiers
Style de gouvernance et fonction d'utilité de l'entreprise	Engagement à L.T Max. le rendement économique du capital	Menace d'éviction du groupe de contrôle Max. le cours boursier	Chartes de gouvernance Max. le rendement financier des fonds propres
Figures du capitalisme	CORPORATIF	CARNASSIER	PATRIMONIAL

### *Les institutions du salariat dans les entreprises*

On a souligné plus haut que la mobilité généralisée des facteurs de la production a transformé les structures de l'emploi. On peut préciser que les changements techniques majeurs influencent le travail. Une caractéristique de l'essor des services est de rapprocher l'évaluation du travail du jugement des clients. C'est un facteur de variabilité de l'emploi et des rythmes de travail mais aussi d'individualisation des salaires. Une autre caractéristique est l'abstraction du travail intellectuel. La mécanisation du travail industriel dans le fordisme avait hiérarchisé le travail ouvrier selon des grilles de salaires liées à la décomposition des tâches complexes. Elle en avait aussi intensifié le rythme, mais n'avait guère affecté le travail de bureau. Au contraire, le traitement des symboles par ordinateurs et leur mise en réseaux ont bouleversé la fonction cadre. Celle-ci est devenue pour partie un prolétariat intellectuel, pour partie une fonction d'animation d'équipes de travail, pour partie une activité de conception et d'invention. En outre, la délocalisation et l'intensification du travail découlant de l'interconnexion ont désarticulé les rythmes et les temps de travail. Au travail partiel et intermittent à une extrémité du spectre de la flexibilité, fait écho un travail professionnel qui chevauche la séparation entre l'entreprise et la vie privée.

Une étude sur les relations salariales en France, publiée par J.L. Beffa, R. Boyer et J.P. Touffut, a montré que les forces qui remodelent les structures d'emploi permettent de définir trois grandes catégories de salariés du point de vue de la négociation des salaires, du partage des risques et des profits. Cette différenciation des statuts, cette décentralisation des relations salariales au sein des entreprises et d'une entreprise à l'autre, ne

permettent pas de définir des schémas nationaux de partage des revenus. Mais elles ne conduisent pas non plus à attendre une quelconque homogénéisation concurrentielle par extension des mécanismes en vigueur aux États-Unis. Le rapport du CAE, rédigé par J.P Fitoussi et O. Passet, a montré que les pays européens qui ont rétabli un haut niveau d'emploi, ont (hormis le Royaume-Uni) des syndicats puissants, des compromis sociaux solides et soutenus par une large majorité de citoyens, des négociations collectives dans les entreprises. L'individualisation des salaires y est minoritaire. Ces pays sont capables de combiner l'efficacité productive et la répartition des revenus peu inégalitaire, alors qu'ils ont des grandes entreprises gouvernées par la logique des investisseurs institutionnels internationaux (contrôle direct par les actions). Cela montre, s'il en était encore besoin, que l'essentiel est la complémentarité institutionnelle. Bien loin que la macroéconomie soit déterminée par des fondements microéconomiques, la gestion de la main-d'œuvre dans les entreprises dépend avant tout des règles sociales qui procèdent de la valeur de cohésion exprimée par des choix politiques. Une société où la cohésion sociale est prépondérante peut être aussi efficace du point de vue de la productivité globale des facteurs qu'une société où l'individualisme est exacerbé. C'est le rendement financier en Bourse qui est en moyenne plus bas.

L'effet des règles sociales sur les relations salariales des entreprises n'est en rien une opposition entre flexibilité et rigidité, mais entre différentes formes de flexibilité. L'étude des relations salariales précitées distingue trois catégories de salariés à cet égard : la stabilité polyvalente, la compétence professionnelle non spécifique, la dépendance au marché du travail.

*La stabilité polyvalente* est la forme d'organisation du travail qui incorpore les investissements spécifiques en capital humain et les gains de productivité par apprentissage collectif. Les coûts fixes étant élevés, le conflit et la défection sont coûteux pour les salariés et pour les entreprises. Le partage du profit peut être négocié par des formules de participation qui rendent variables une composante du revenu salarial. Cette relation est compatible avec la syndicalisation d'entreprise et la décentralisation des négociations collectives. Le partage des risques fait l'objet de compromis sous l'égide d'une législation qui peut ou non favoriser l'établissement de la cogestion au niveau des instances dirigeantes de l'entreprise. C'est la prépondérance du niveau national dans les évolutions générales des salaires qui fait la complémentarité institutionnelle de ce type de relation salariale. De même les plans d'épargne d'entreprise et toutes autres formes d'implication patrimoniale sont codifiés par les pouvoirs publics pour garantir une égale protection contre le risque financier, pour donner des incitations fiscales non discriminatoi-

res, des règles uniformes de transparence et de transférabilité des droits. La gouvernance d'entreprise conserve sa primauté financière, mais sous la tutelle d'un contrôle démocratique qui stipule que les droits des salariés actionnaires ne sont pas seulement des droits de propriété privée ; ce sont aussi des droits sociaux.

*Les compétences professionnelles non spécifiques* favorisent l'individualisation de la relation salariale. Il est douteux que ce type de relation puisse imposer sa logique à l'ensemble de l'emploi salarié, alors qu'il n'en constitue qu'une faible part (pas plus de 10 %). Mais c'est une relation très déstabilisante pour une cohérence fondée sur la stabilité polyvalente. Les salariés professionnels sont, en effet, individuellement dans un rapport de forces favorable avec les employeurs. Ils introduisent une concurrence transnationale dans la détermination des salaires. Cette concurrence entraîne une structure de rémunération inégalitaire et volatile. Elle est amplifiée par l'implication patrimoniale tournée vers l'encouragement de la créativité sous la forme de *stock-options* et d'apports en fonds propres aux *start-ups* créées par les cadres professionnels des grandes entreprises.

La dépendance à l'égard du marché du travail est la forme dominante de relation salariale dans le capitalisme anglo-saxon. Elle s'est développée majoritairement dans les services. La rotation de la main-d'œuvre est très rapide. La concurrence impose un salaire de réservation très bas. La protection sociale est faible, voire inexistante dans les petites firmes. La pression sur le coût du travail est la ligne de conduite des directions d'entreprise à l'égard de cette catégorie de main-d'œuvre. Cette pression n'est modulée que par l'état global du marché du travail, représenté par le rapport des demandes aux offres d'emplois non satisfaites. Les formes d'emplois précaires prolifèrent, entraînant des inégalités de statut que seul le droit du travail pourrait contenir. Il faudrait pour cela qu'il redéfinisse un socle de droits minimaux attachés à la personne sur son cycle de vie, plutôt qu'aux emplois. On retrouve la question de la prépondérance des règles juridiques sur les relations économiques, lorsqu'il est question d'attacher à la citoyenneté des conditions de vie socialement acceptables pour des individus en dépendance économique sans capacité de négociation.

#### *LES INCIDENCES DE LA GLOBALISATION FINANCIÈRE SUR LES LOGIQUES DE LA FINANCE*

La complémentarité institutionnelle est le principe de compréhension des modes de régulation qui établissent des cohérences macroéconomiques entre les projets discordants des agents individuels. Cette complémentarité procède par emboîtement d'institutions de niveaux

de généralité différents, chaque niveau produisant des mises en cohérence partielles. Cette représentation permet de rejeter deux conceptions extrêmes. La première est celle de l'équilibre général de marchés complets et parfaitement concurrentiels qui n'admet qu'un seul mode de coordination : le système des prix. Dès qu'on reconnaît une incomplétude et diverses autres imperfections dans les marchés, la conception exclusivement contractuelle des relations microéconomiques rencontre des difficultés pour penser les régularités macroéconomiques. Il paraît difficile d'y parvenir sans accepter une hiérarchie des institutions. Mais celle-ci ne saurait se résumer au contrôle des ajustements macroéconomiques par un seul agent central, que ce contrôle soit instrumental ou communicationnel. Cette deuxième conception, qui repose sur le mot magique de crédibilité, résume le problème de la coordination macroéconomique par un jeu d'une incroyable naïveté à la Barro-Gordon entre « le secteur privé » perçu comme un seul agent économique et une entité publique qui est l'unique institution. A. Greenspan est certainement crédible aux États-Unis. Selon cette conception ultrahomogénéisante, il le serait aussi en Europe et le même équilibre macroéconomique pourrait être atteint. Dans la représentation de la complémentarité institutionnelle, la conduite du banquier central n'est qu'une des composantes de l'emboîtement des institutions. Le contenu, le style et l'efficacité de sa parole et de ses actes dépendent de la position institutionnelle des agents qui les reçoivent.

La finance est un sous-système institutionnel dans l'économie qui a une position médiatrice dans l'emboîtement des institutions. On a montré que différentes logiques financières agissent à l'intérieur des entreprises par les systèmes de gouvernance liés au contrôle de propriété. Mais ces systèmes de gouvernance ne déterminent pas entièrement les relations salariales, parce qu'ils interagissent avec des règles sociales qui proviennent d'autres formes institutionnelles. Ce sont en partie des règles de droit instituées par le pouvoir législatif, en partie des conventions négociées par les partenaires sociaux.

Dans cette section, il s'agit d'étudier les logiques de la finance elles-mêmes et leur transformation sous l'effet des facteurs de la mondialisation.

### *Les facteurs déterminants de la globalisation financière*

La globalisation financière est l'association de la libéralisation des systèmes financiers nationaux et de l'intégration internationale. Ces phénomènes étant maintenant bien connus, une synthèse suffit à illustrer les interdépendances dynamiques entre les changements économiques généraux provoqués par la dégradation du régime de croissance qui prévalait jusqu'à la fin des années 1970 d'une part, les transformations institutionnelles dans la finance d'autre part. Celles-ci peu-



vent être caractérisées d'une manière lapidaire par le passage d'une finance dirigée par les banques à une finance mue par les marchés et gouvernée par les investisseurs institutionnels.

Les *facteurs macroéconomiques* ont été guidés par des forces puissantes : les transformations du SMI, le ralentissement inégal de la croissance dans les pays développés, l'accélération puis la décélération brutale de l'inflation, l'essor puis la consolidation des dettes publiques.

Tant que le SMI était sous contrôle des mouvements de capitaux, la contrainte de balance courante s'imposait et les intermédiaires financiers privés ne jouaient pas un rôle régulateur important dans les ajustements externes. Ils ont plutôt joué un rôle déstabilisant, lorsque le crédit en euro-dollars s'est développé, en perturbant des règles de change définies en leur absence. La disparition de ces règles a conduit les intermédiaires à financer les déficits et à juger de la qualité des dettes souveraines. Ils se sont montrés fort peu efficaces dans ce rôle. La sous-évaluation des risques a conduit au surendettement suivi d'une exclusion des débiteurs. Les années 1980 ont été celles du dualisme financier : l'accès au financement international limité aux pays développés, les pays en développement dans les griffes du FMI. En outre, l'affaiblissement des banques, joint au besoin de financement du gouvernement fédéral américain, a accéléré l'essor du financement non bancaire sous la forme des placements internationaux de la dette publique.

Le changement de régime monétaire de la haute inflation à la désinflation profonde et durable a eu des incidences prononcées sur les systèmes financiers. En effet, de nombreux travaux empiriques ont montré que les anticipations d'inflation sont inertes lorsque le régime monétaire change : accélération de l'inflation ou de la désinflation et surtout inversion du sens de variation du taux d'inflation. L'apprentissage est un processus long pendant lequel les anticipations d'inflation sont systématiquement erronées. Ces changements structurels se distinguent ainsi des chocs transitoires qui n'affectent pas la formation des anticipations. Ainsi, l'inversion d'une accélération de l'inflation à une accélération de la désinflation telle qu'elle s'est produite au début des années 1980, a-t-elle provoqué le passage d'une sous-estimation à une surestimation de l'inflation. En conséquence, l'écart entre les taux d'intérêt réels réalisés et les taux d'intérêt réels anticipés est passé de valeurs négatives (voire très négatives pour les taux courts) à des valeurs positives (voire écrasantes pour les taux courts). Le crédit est ainsi passé d'un régime de débiteurs à un régime de créanciers, en même temps que la désinflation rapide provoquait un excès de liquidité chez les agents privés.

Les incidences financières ont été importantes. Dans un régime de

débiteurs, le crédit est stimulé et les innovations financières répondent plus ou moins bien à la recherche d'éléments de patrimoine qui se valorisent avec l'inflation. Le risque majeur pour les intermédiaires financiers est la désintermédiation. Dans un régime de créanciers, le risque de crédit (donc la solvabilité des dettes) devient prépondérant pour les créanciers. La pression des charges financières (donc la recherche du plus bas coût du crédit) est le premier souci des débiteurs. L'innovation financière est orientée vers la concurrence entre les instruments de crédit et vers la dissémination du risque pour réduire le degré d'exposition grâce aux contrats dérivés hors bilan.

Les dettes publiques ont joué un rôle très important dans le développement des marchés financiers. Dans une première phase qui est allée jusqu'au début, voire au milieu, des années 1980 dans les grands pays de l'OCDE, les déficits publics ont augmenté pour financer des droits sociaux inchangés avec une croissance ralentie. Puis, ils sont restés structurels à cause du service de la dette publique à taux d'intérêt réels élevés. Dans cette phase, où les États ont recherché des moyens non inflationnistes de financement, ils ont élargi et approfondi des marchés de titres publics attractifs pour les épargnants. La courbe des taux d'intérêt sur les titres publics est devenue la référence pour la formation des prix des actifs. Elle a remplacé le taux de base bancaire pour la détermination des primes de risque. La partie courte de la courbe des taux est devenue le lieu des impulsions monétaires et le point de départ de leur transmission. Dans une seconde phase, qui a pris de l'ampleur à la fin des années 1990, les gouvernements se sont attaqués aux droits sociaux pour réduire le poids de la dette publique dans le PIB. Ainsi, le gouvernement fédéral américain résorbe-t-il la dette à un rythme rapide en profitant de la croissance. La diminution des déficits structurels, provoquée par le freinage des dépenses, a été accentuée par le retour de la croissance qui a réduit les allocations chômage et accru les recettes fiscales. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les gouvernements réduisent rapidement l'offre de titres publics ; ce qui pose de nouveaux problèmes. L'évolution des taux longs sur les titres publics est significativement affectée par les opérations de retraits. Leur fiabilité en tant que repère pour l'anticipation des conditions monétaires futures se dégrade. Des titres privés de première qualité pourraient remplacer les titres publics dans la détermination de la courbe des taux. Ou bien les gouvernements pourraient continuer à émettre des titres, même si leur dette nette devient négative, pour préserver la liquidité des marchés de titres publics. La contrepartie de ces émissions seraient des investissements de l'État dans des actifs privés (nationaux et étrangers), accumulant une réserve pour le financement de retraites futures.



Les transformations de la finance ont donc été largement modelées par les forces macroéconomiques qui ont disloqué la grande croissance des Trente Glorieuses. Les facteurs microéconomiques n'ont pas été en reste : prépondérance des investisseurs institutionnels dans une finance en valeur de marché et problèmes d'adaptation des banques.

L'accumulation par les ménages d'une richesse financière croissante relativement au revenu disponible, sous une exigence de rendement élevé, a suscité l'essor des investisseurs institutionnels en tant qu'agents financiers capables d'améliorer la frontière d'efficience des placements grâce à la mise en commun de l'épargne individuelle. Ces investisseurs bénéficient de rendements d'échelle et d'une liquidité supérieure dans les réaménagements de portefeuille. Ils ont donc une aversion au risque moins forte que celle des détenteurs directs des portefeuilles individuels. En associant les placements sur titres et les contrats dérivés, ils peuvent diversifier les risques plus largement. Ces gestions actives devraient permettre un ajustement plus rapide des prix des actifs sur leurs valeurs d'équilibre en temps normal.

Mais ces mêmes comportements entraînent des dynamiques déséquilibrantes en situation de tension caractérisée par le doute sur les rendements futurs et l'augmentation de leur volatilité. Tous les investisseurs professionnels, utilisant les mêmes outils de mesure et de contrôle des risques et les mêmes bases de données statistiques, ont des réactions similaires à l'incertitude. La corrélation des risques dans ces épisodes entraîne les mêmes mouvements de report entre marchés, suscitant une contagion intense. Ces réactions sont la fuite vers la qualité pour répondre aux mêmes exigences de sécurité de leurs mandants, l'assurance de portefeuille qui provoque des cascades de répercussion dans le même sens après une forte variation du prix sur un marché particulier, les contraintes de liquidité résultant des appels de marge et des remboursements de crédit qui entraînent des ventes de détresse.

La libéralisation financière a été une épreuve difficile pour les banques. En retour, la réaction des banques pour rechercher des activités rentables a réduit les frontières institutionnelles dans la finance et a donné une impulsion à l'essor des marchés financiers. Les banques ont été prises en tenaille sur leur actif et sur leur passif par les changements décrits plus haut : crédits plus risqués et sous-évaluations des risques à l'actif, remplacement de dépôts par des ressources empruntées au passif. Cette détérioration de la qualité des bilans s'est faite sur une tendance chronique aux surcapacités avec le fléchissement prolongé des taux de croissance. Elle n'a pas été stoppée, au contraire, par l'instauration de contraintes prudentielles inadéquates en 1988 (ratio Cooke). Aussi, des crises bancaires nombreuses ont-elles éclaté dans la plupart des pays, témoi-

gnant de la difficulté de reconvertir les systèmes bancaires. Le rétablissement de la rentabilité des banques a été fort disparate selon les pays.

### *Logiques de la finance : des banques aux marchés*

Il n'est pas question de prétendre, contrairement à ce que clament des ultra-libéraux d'origine anglo-saxonne (notamment l'influent Cato Institute), que les banques vont disparaître. Notre point de vue est tout autre et s'expose ainsi. Selon l'importance des marchés financiers dans le financement des agents non financiers, selon le degré de séparation ou au contraire de recouvrement par la concurrence des métiers de la banque et des autres métiers de la finance, selon l'intensité de la concentration bancaire, la régulation de l'allocation des capitaux est différente. Il existe une détermination des ajustements économiques par les structures de la finance repérées selon les trois critères énoncés ci-dessus. D'un point de vue théorique, il est éclairant de distinguer la logique d'un système à prépondérance bancaire et celle d'un système à prépondérance financière, au sens d'un rôle directeur joué par les marchés de capitaux. On a déjà montré dans la première section que la gouvernance des entreprises, donc la base microéconomique de la croissance, est différente selon la logique financière dominante. On verra dans la troisième section que les interdépendances macroéconomiques le sont aussi.

La finance produit de l'information par l'information. Ses performances se mesurent habituellement par rapport à un idéal d'efficacité dont on distingue trois dimensions. *L'efficacité informationnelle* stipule qu'aucune sélection de placements ne peut systématiquement obtenir un rendement supérieur à une sélection de placements au hasard ; ce qui n'est possible que si l'information pertinente est pleinement et instantanément absorbée dans les prix courants. *L'efficacité dans l'évaluation des actifs* est l'aptitude à refléter leur valeur fondamentale dans l'anticipation de leurs prix futurs, en sorte que les comportements des agents financiers provoquent un ajustement vers cette valeur fondamentale. *L'efficacité dans la diversification des risques* est un ensemble complet de contrats sur des biens et services futurs dans toutes les contingences envisageables. La réunion de ces trois dimensions de l'efficacité garantit que l'épargne est orientée vers les usages qui ont la plus haute rentabilité sociale.

Ces définitions ne sont que des supports intellectuels pour distinguer les inefficiences qui caractérisent tout système financier. Non seulement l'idée de système financier efficace dans ses trois critères n'a aucune valeur normative pour guider la pratique ; mais encore la notion d'efficacité étant multi-dimensionnelle, elle ne permet pas de classer sans ambiguïté les systèmes financiers. Aucune approche normative ne peut dire, par exemple, qu'un système dirigé par les banques est supérieur à



un système dominé par les marchés ou l'inverse. Ces systèmes se transforment dans l'histoire et coexistent dans une même époque. C'est leur place dans la complémentarité institutionnelle propre à un mode de régulation, pas une notion abstraite d'efficacité, qui détermine leur efficacité pour l'allocation de l'épargne.

Deux catégories génériques d'inefficience sont inscrites dans la nature même des relations financières. La première catégorie provient de ce que l'information est toujours un enjeu de pouvoir, parce qu'elle est toujours asymétrique. C'est pourquoi la gouvernance est si importante pour la mise en cohérence des projets individuels. La seconde catégorie tient à l'incertitude au cœur des contrats financiers qui sont toujours des promesses de réalisation future dans un espace d'éventualités ouvert et partiellement indéterminé. Deux grands types d'incertitude peuvent être distingués. L'incertitude *épistémique* à la Popper pose que l'ensemble des connaissances accumulées est radicalement insuffisant devant l'ouverture du futur. L'incertitude *éthique* à la Hirschman affirme que la confiance est un bien collectif qui ne peut résulter de l'interdépendance des contrats privés.

Les formes de l'inefficience résultent des défauts de coordination liés aux catégories génériques. Bien qu'elles soient légion, on peut y repérer des éléments récurrents. La complémentarité stratégique des agents financiers entraîne une dissociation entre rendement social et rendement privé du financement des innovations. La tension entre immobilisation et souci de la liquidité affecte l'évaluation des actifs et entrave l'ajustement vers les valeurs fondamentales. La sous-évaluation et la dissémination insuffisante des risques provoquent des effets de contagion et de fuite vers la qualité.

L'intermédiation financière est organisée pour affronter ces problèmes. Il existe des conceptions profondément différentes de l'intermédiation. L'une est fondée sur la transformation d'actifs par les intermédiaires. L'autre est construite sur la largeur, la diversité et la profondeur des portefeuilles d'actifs négociés dans les marchés. La première conduit à la prépondérance des banques, la seconde à celle des investisseurs institutionnels dans les marchés financiers. On conçoit que la libéralisation financière, en faisant pénétrer la deuxième conception dans des systèmes entièrement fondés sur la première, ait créé des dysfonctionnements durables et des comportements inadaptés qui ont accentué la fragilité financière. Pour mieux le comprendre, il faut comparer les deux logiques. Le tableau n°2 en résume les principales caractéristiques.

On remarque que les obligations résultant des contrats financiers, l'évaluation et la culture du risque sont radicalement différentes dans les deux

modèles d'intermédiation financière. Pour les banques, les changements dans la gestion du risque impliquent des expertises et des apprentissages nouveaux, de profondes transformations dans l'organisation des départements, les lignes hiérarchiques, les méthodes internes de délégation de responsabilité et de contrôle. Ces problèmes majeurs de régulation ont été sous-estimés, voire ignorés, par les apprentis sorciers de la libéralisation financière dans les années 1980 pour les pays occidentaux et 1990 pour les pays émergents, qu'ils soient dans les gouvernements et les instances de supervision des pays occidentaux, ou dans les institutions internationales qui ont poussé les pays en développement dans les mêmes ornières.

**Tableau n°2**  
**Deux logiques de la finance**

PRINCIPES DE RÉGULATION ET DYSFONCTIONNEMENT	LOGIQUE BANCAIRE Intermédiation par transformation d'actifs	LOGIQUE FINANCIÈRE Intermédiation par portefeuilles d'actifs
<i>Finalité et mode de contrôle</i>	Finance au service de la croissance réelle Régime de débiteurs Relation de clientèle Contrôle de solvabilité	Finance maximise le rendement financier Régime de créanciers Relation de transaction Contrôle de valeur actionnariale
<i>Évaluation</i>	<i>Évaluations privées</i> Infos internes + monitoring Valeurs comptables	<i>Évaluation publique</i> Infos communes + exit Valeurs de marché
<i>Liquidité</i>	Crédits font les dépôts Accès privilégié à la banque centrale	Vente des titres sur les marchés secondaires Organisation des transactions et teneurs de marché
<i>Sources de fragilité</i>	Détérioration de la qualité des crédits dissimulée jusqu'au défaut des débiteurs	Instabilité des prix des actifs sensibles à la détérioration de la confiance
<i>Risque systémique</i>	Retrait des contreparties interbancaires Propagation des défauts ou gel des règlements dans les systèmes de paiements Ruée sur les dépôts	Ventes à sens unique et effondrement des prix Corrélation des risques et report des pertes entre marchés Fuite vers la qualité
<i>Dispositif de prévention et gestion de crise</i>	Assurance des dépôts + capitalisation minimale Consortia bancaires et solidarité de Place + accords de partage des pertes <i>PDR too big to fail</i> <i>Politique bancaire</i>	<i>Netting</i> des positions + dépôts de garantie + appels de marge sur marchés organisés Capitalisation des teneurs de marché Lignes de crédit bancaire sur marchés de gré à gré PDR soutient prix-plancher <i>Politique monétaire élargie</i>

*RÉGIMES DE CROISSANCE  
ET GLOBALISATION FINANCIÈRE*

Le repérage des faits stylisés du régime de croissance, qu'on propose d'appeler *patrimonial* en vertu des développements qui précèdent sur les nouvelles formes de gouvernance et sur la nouvelle logique de la finance, n'est pas facile. En effet la majeure partie des vingt dernières années a été une époque de transition.

Du point de vue technologique, le remplacement du principe mécanique de parcellisation du travail industriel par le principe de l'information codifiée et de la mise en réseau des postes de travail est une innovation générique qui restructure l'ensemble de la division du travail. Une transformation de ce type, équivalente en ampleur de bouleversements induits aux révolutions industrielles antérieures, s'étend sur une longue période. Ses effets durables sur la productivité globale des facteurs peuvent ne pas être visibles tant que le nouveau principe technologique n'a pas été adopté dans l'ensemble des activités productives. Cela passe par des investissements soutenus, par le déclassement du capital ancien, par l'adaptation de la population active, avant que le progrès technique incorporé dans le capital nouveau améliore la productivité du capital. Aux États-Unis on a observé une augmentation de la productivité du capital au milieu des années 1980, lorsque la hausse vertigineuse du taux d'intérêt réel a entraîné une restructuration intense des industries lourdes, les technologies de l'information étant mises au service de la recherche d'une économie de capital. Cette première phase a été sans suite. Au contraire, le déploiement de ces techniques dans les services au cours des années 90 a provoqué des gains de productivité du travail qui ont atteint 3 % l'an depuis le milieu de la décennie au prix d'une augmentation sensible de l'intensité capitaliste ( $K/Y$ ) en volume. Certes, l'évolution en valeur a été nettement moins importante à cause de l'augmentation du poids des nouvelles technologies dans l'investissement dont les prix relatifs baissent régulièrement. Au total, l'ensemble de ces facteurs se traduit par une productivité globale des facteurs à peu près constante. Dans la zone euro, l'implantation des technologies de l'information ne se développe rapidement qu'à partir de 1995. On observe une amélioration de la productivité moyenne du capital décelée dix ans plus tôt aux États-Unis. Le rythme de l'investissement et de la productivité du travail est plus faible qu'aux États-Unis. Au total, la productivité globale des facteurs y augmente à un rythme de 0,5 à 1 % par an depuis 1995, contrairement à une croissance à 0 % aux États-Unis.

La déformation de la répartition des revenus a épaulé le changement technique pour relever le rendement économique du capital. Aux États-Unis, les deux décennies ont été différentes : dans les années 1980 les

économies de capital et la baisse des impôts ont permis de relever le rendement économique sans que la part des salaires dans le PIB ne régresse ; dans les années 1990, au contraire, la hausse des salaires réels a presque tout le temps été inférieure au progrès de la productivité du travail. En Europe Continentale, les évolutions ont été diverses à cause de la grande variété des institutions qui sont intervenues sur le marché du travail. La tendance principale a été néanmoins une baisse de la part salariale de l'ordre de 1 % par an dans la décennie 1980 et de l'ordre de 0,3 à 0,5 % de 1990 à 1997 selon le rapport de J. Freyssinet au conseil d'analyse économique (n°23, p.137). L'augmentation du taux de rendement économique du capital est avérée en Europe comme aux États-Unis, mais la composition des facteurs qui ont provoqué cette évolution a été sensiblement différente.

Les déterminants financiers ont joué un grand rôle dans la transformation des régimes de croissance. La globalisation financière a entraîné des tendances communes entre les États-Unis et l'Europe : des montées brutales des taux d'intérêt à long terme au tournant des décennies 1980 et 1990 suivies de lentes décrues ; une augmentation générale des cours boursiers depuis 1982 qui paraît très au-delà des évolutions du taux de profit. Ces évolutions qui sont aussi bien nominales que réelles, depuis le milieu des années 1980 ou le début des années 1990 selon le moment à partir duquel l'inflation est devenue insignifiante, n'empêchent pas d'importantes variations relatives qui sont principalement dues aux évolutions du taux de change réel. Beaucoup plus instables ont été les politiques monétaires dont les changements de cap ont provoqué d'amples variations contrastées dans les courbes de taux entre l'Europe et les États-Unis. Ce n'est que depuis 1995 que l'on peut déceler un trait commun d'un régime monétaire similaire en observant des écarts entre les taux d'intérêt (10 ans-3 mois) qui fluctuent de manière synchrone des deux côtés de l'Atlantique. L'autre volet de la globalisation financière se trouve dans les cycles marqués d'endettement et de désendettement des agents non financiers, dans la fragilité financière ponctuée de crises bancaires, dans l'incidence sur les bilans des entreprises d'une gouvernance qui insiste sur les rendements financiers des fonds propres et sur le versement des dividendes.

En prenant comme des données les déterminants technologiques et les facteurs de répartition qui ont conduit au relèvement durable du taux de profit, on va chercher à analyser les faits stylisés d'ordre financier dans une première sous-partie, puis on va souligner le renouvellement des tâches qui attendent la politique monétaire dans une seconde sous-partie.

### *La macroéconomie financière du capitalisme patrimonial*

Avant de se préoccuper spécifiquement des relations de la finance et

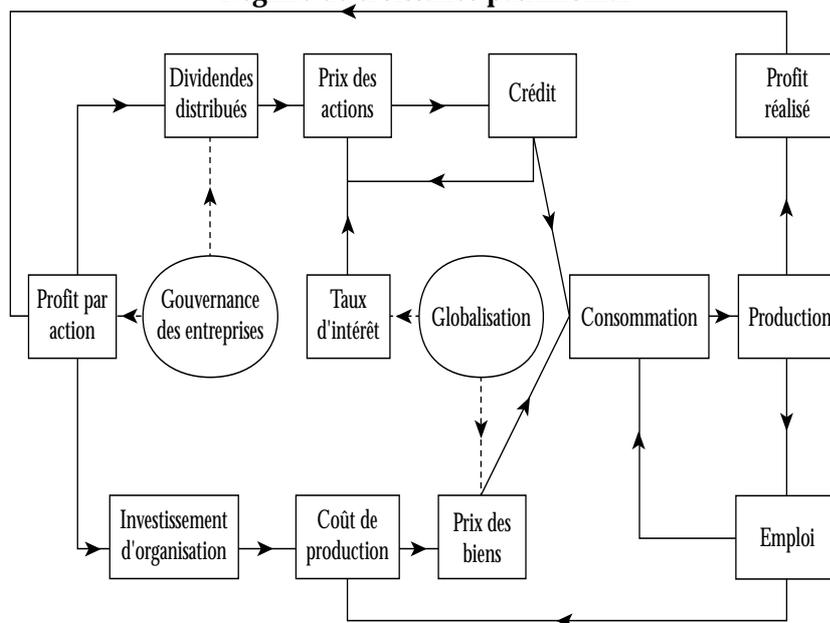


de l'économie réelle, il convient de les situer dans le schéma macroéconomique du régime de croissance patrimonial (graphique n°1).

Dans ce régime de croissance, les actionnaires jouent un rôle prépondérant par le contrôle de propriété, appelé contrôle direct par les actions dans la première partie. Dans cette forme de gouvernance, le ROE (return on equity), ou de manière équivalente le bénéfice par action, est le critère de performance que les dirigeants des entreprises doivent privilégier. Ce critère contraste avec celui du contrôle direct par les banques qui est la maximisation de la croissance des profits économiques de l'entreprise (ou alternativement de sa valeur ajoutée si les paramètres de la répartition sont fixés par la négociation collective) sous contrainte de solvabilité. Le jugement des actionnaires sur les performances des entreprises est lui-même guidé par les normes du marché boursier, en sorte que le rendement des dividendes soit protégé. Comme on le verra ci-dessous, la médiation du marché boursier sur l'exercice du pouvoir des actionnaires a des conséquences importantes pour l'évolution des prix des actions et pour la prime de risque des actions. Elle entraîne aussi une incitation à l'endettement, tant du côté des entreprises pour économiser des fonds propres de manière à doper le profit par action que du côté des ménages pour amplifier les effets de richesse sur la consommation. Il en résulte un canal de transmission de la finance passant par le marché boursier, la dette et la demande globale sur les marchés des biens et services.

Les caractéristiques de la technologie et la pression de la concurrence entraînée par la globalisation sur les marchés de biens et service comme sur les marchés du crédit forcent les entreprises à une baisse des coûts de production, mais aussi à des changements d'organisation de plus grande ampleur. Cela aboutit à des effets contradictoires déjà constatés sur les fonctions de production : d'un côté des économies de capital qui en accroissent la productivité moyenne, de l'autre une augmentation de l'intensité capitaliste qui élève la productivité apparente du travail. Deux effets macroéconomiques en résultent du point de vue de l'offre de biens et services : une augmentation du taux d'investissement lorsque l'incorporation du progrès technique s'accélère et une offre plus élastique aux fluctuations de la demande.

**Graphique n°1**  
**Régime de croissance patrimonial**



23

La confrontation de l'offre et de la demande globale permet de soutenir une augmentation de la production et de l'emploi sans tension inflationniste endogène sur les marchés des biens et services. Ce bouclage macroéconomique permet la croissance du profit réalisé qui valide les attentes des actionnaires.

Le régime de croissance patrimonial a donc une cohérence macroéconomique, c'est-à-dire un système d'interdépendances découlant d'une complémentarité institutionnelle qui régule ses dysfonctionnements. Son implantation en dehors des États-Unis est toutefois encore trop récente pour qu'on puisse déclinier ses variantes qui devraient résulter de la forte autonomie des institutions du salariat et des choix démocratiques issus de la prise en charge de la dette sociale. Entre la conception anglo-saxonne de privatisation à outrance des risques sociaux et la conception scandinave de la citoyenneté qui accorde une priorité aux infrastructures collectives, il y a plus qu'une nuance pour le régime de croissance. Pourtant les entreprises sont dans une même concurrence mondiale et sont placées sous un contrôle actionnarial où les investisseurs institutionnels sont prépondérants.

Cependant, dans la longue phase de transition des deux dernières décennies, les rythmes inégaux du développement des technologies de

l'information et des restructurations induites des entreprises ont été confrontés à une généralisation beaucoup plus rapide de la globalisation financière. En conséquence les avancées précoces aux États-Unis ont été transmises par la finance sous la forme de contraintes financières pour les autres pays. On a vu, en effet, que le changement de technologie générique avait provoqué une augmentation du taux de rendement économique du capital et que la prise de pouvoir des actionnaires avait encore plus relevé les objectifs de rendement financier. Ces derniers se transmettent via l'arbitrage international des marchés boursiers et font pression sur les entreprises où, pour diverses raisons, l'adoption des nouvelles technologies et des nouveaux principes d'organisation est plus lent. Celles-ci n'ont alors d'autres moyens immédiats pour relever le taux de profit économique que la pression directe sur les coûts salariaux et indirecte via le chômage. Elles peuvent aussi déconnecter le rendement financier et le taux de profit économique en devenant elles-mêmes des actionnaires par croissance externe grâce à l'endettement. Seul l'endettement croissant avec l'écart entre rendement financier exigé et rendement économique permet de valider cet écart. Remarquons que cette contrainte financière se pose aussi dans le pays leader dès que le rendement économique fléchit, alors que la Bourse continue à monter. Comme les actionnaires exigent des dividendes croissants avec la Bourse pour respecter une rentabilité minimale des dividendes, le rachat d'action financé par dette devient le moyen de satisfaire les actionnaires majoritaires.

La question des dysfonctionnements financiers se concentre donc sur les conditions de stabilité de l'endettement soumis aux forces contradictoires de l'augmentation du levier et de la solvabilité. La régulation de l'endettement par les banques est d'autant plus délicate que celles-ci sont sous une pression concurrentielle découlant des formes alternatives de crédit par les marchés financiers. Elle est rendue encore plus difficile par son couplage avec les marchés d'action qui est un trait financier caractéristique du régime de croissance patrimonial. Ces questions vont être maintenant abordées d'une manière plus précise.

#### *Accumulation du capital*

Partons de l'équation comptable des entreprises qui aboutit à leur épargne brute ( $S$ ) en ignorant l'impôt sur les sociétés ;

$$S = P - rD - DIV$$

$P$  est le profit (EBE),  $rD$  la charge financière sur l'endettement,  $DIV$  les dividendes versés.

L'investissement net est :

$$K_{t+1} - K_t = I_t - \delta K_t = S_t + D_{t+1} - D_t - \delta K_t$$

où  $\delta$  est le taux de déclassement du capital qui incorpore l'usure et

l'obsolescence technologique.

En divisant le stock de capital, on pose :

$$\overline{K} - \delta = \rho = \alpha \overline{Y} - \delta$$

le taux de rendement économique qui dépend d'un paramètre  $\alpha$  de répartition incluant le taux de marge, le partage salaire-profit et les impôts indirects. Il dépend aussi de la productivité moyenne de capital et du taux de déclassement.

$Div = \overline{DIV}$  les dividendes versés par unité de capital.

$d = \overline{D}$  le taux d'endettement.

On en déduit une relation comptable reliant le taux d'accumulation du capital au taux d'endettement en adoptant la démarche suivie par M. Paillet.

$$\overline{K_{t+1}} - \overline{K_t} = \rho_t + a_t = \rho_t + \overline{D_{t+1}} - \overline{D_t}(1+r) - Div_t = \rho_t + d_{t+1} - d_t(1+r) - Div_t$$

Le taux d'accumulation est la somme de deux termes :

- l'un est le taux de rendement économique qui dépend de la répartition et du progrès technique incorporé dans le capital ;
- l'autre est l'accélérateur financier qui est accru par le taux d'endettement et freiné par les charges financières sur les crédits et par le prélèvement des actionnaires.

On considère les régimes de croissance à endettement stationnaire.

On pose donc  $d_{t+1} = d_t = d$  et  $g = \frac{\overline{K_{t+1}} - \overline{K_t}}{\overline{K_t}} = \frac{\overline{D_{t+1}} - \overline{D_t}}{\overline{D_t}}$

L'équation de l'accumulation du capital s'écrit :

$$g = \rho + (g-r)d \text{ en posant } \rho = \rho - Div$$

$$(1) \quad g = \frac{\rho}{1-d}$$

Il importe de remarquer que le taux de rendement économique du capital et le taux d'intérêt des crédits sont des variables qualitativement différentes. La première synthétise les rapports de production et de répartition. La seconde est déterminée dans le système financier. Selon les enseignements de la théorie wickellienne, il n'existe pas de mécanisme de marché ajustant ces deux variables. Le taux de rendement économique est affecté d'incertitude et d'asymétries d'information pour le système financier. Le taux d'intérêt des crédits est lié à un taux monétaire qui est ancré sur les objectifs de la Banque centrale.

La relation entre le taux d'accumulation et le taux d'endettement décrit donc un processus de fil du rasoir du point de vue des entreprises :

$$\text{signe} = \overline{\frac{d}{E}} = \text{signe} (\rho - r)$$

Suivant que le rendement économique est supérieur ou inférieur au taux d'intérêt, les managers et les actionnaires majoritaires des entreprises ont intérêt à accroître indéfiniment le taux d'endettement et accumuler de plus en plus vite ou à se désendetter et décumuler de plus en plus. En effet, si le groupe de contrôle anticipe un rendement élevé, par exemple, les profits futurs sont potentiellement illimités et les pertes limitées aux fonds propres engagés. Le taux d'endettement optimal pour lui est infini. Cela illustre la complémentarité institutionnelle. Seul le système financier peut limiter l'endettement. Mais tout dépend de sa logique.

#### *Les dilemmes de l'endettement*

Montrons que les banques imposent à leurs débiteurs une limite maximale à leur endettement. Le taux de rendement économique futur sur le capital productif est une variable aléatoire de valeur moyenne anticipée  $E(\rho)$ . On pose  $\rho = \varepsilon E(\rho)$  où  $\varepsilon$  est une variable aléatoire de moyenne unitaire, dont la densité de probabilité est  $f$  et la fonction de répartition cumulative du risque  $F$ . Ces fonctions sont perçues par les banques. On admet donc que les banques ont des capacités d'investigation uniformes pour induire de leur monitoring des entreprises une loi de probabilité commune sur les rendements futurs.

On fait l'hypothèse optimiste que tous les fonds propres peuvent être utilisés en collatéral du crédit et liquidés à la valeur inscrite au bilan. Un débiteur sera réputé insolvable lorsque l'inégalité suivante est vérifiée :

$$\rho \leq (1+r)d - (1-d) = (2+r)d - 1$$

$$\text{ou encore } \varepsilon < \varepsilon_0 \text{ avec } \varepsilon_0 = \frac{(2+r)d - 1}{E(\rho)}$$

Les banques déterminent leur limite d'offre de prêts à partir d'une probabilité maximale tolérable  $\Pi$  sur leur portefeuille de prêts :

$$PR\{\varepsilon \leq \varepsilon_0\} = \Pi$$

En prenant la fonction inverse de  $F$ , le taux d'endettement maximal  $d_{\max}$  est tel que :

$$\varepsilon_0 = F^{-1}(\Pi) = \frac{(2+r)d_{\max} - 1}{E(\rho)}$$

$$(2) \quad d_{\max} = \frac{1 + E(\rho) F^{-1}(\Pi)}{2+r}$$

Considérons maintenant le point de vue des actionnaires majoritaires vis-à-vis des entreprises. Ils ne sont pas intéressés par le rendement économique mais par le rendement financier sur les fonds propres :

$$R = \frac{P - \delta K - rD}{K - D} = \frac{\rho - rd}{1 - d} = \rho + (\rho - r) \frac{d}{1 - d}$$

Le rendement financier est fonction croissante du levier d'endettement. Lorsque les actionnaires sont en position d'exiger un rendement financier minimum supérieur au taux de rendement économique, ils imposent en même temps un levier minimum :

$$E(R) > R \text{ min implique : } \frac{d}{1 - d} \geq \frac{R \text{ min} - E(\rho)}{E(\rho) - r}$$

donc un taux d'endettement minimum :

$$(3) \quad d \text{ min} = \frac{R \text{ min} - E(\rho)}{R \text{ min} - r}$$

Il ne peut exister un régime de croissance régulière que si le taux d'endettement d'équilibre est compris entre deux limites résultant de deux contraintes qui expriment l'agencement institutionnel des pouvoirs de contrôle sur les entreprises :

$$(4) \quad d \text{ min} \leq d \leq d \text{ max}$$

Or peut remarquer que  $d \text{ max}$  est fonction décroissante de  $r$  et que  $d \text{ min}$  est fonction croissante de  $r$ . Comme  $d \text{ min}$  tend vers l'infini par valeur inférieure lorsque  $r$  tend vers  $R \text{ min}$ , il existe une valeur critique  $r^*$  pour laquelle  $d \text{ min} = d \text{ max}$ .

Lorsque  $r > r^*$  il n'existe pas de régime de croissance vérifiant (2) et (3).

En sens contraire, des anticipations plus optimistes sur le taux de profit élargissent la plage ( $d \text{ min}$ ,  $d \text{ max}$ ) sur laquelle les banques peuvent choisir une offre de crédit qui aboutit à un taux d'endettement d'équilibre viable pour les entreprises. Enfin  $d \text{ min}$  est fonction croissante de  $R \text{ min}$ . L'exigence financière des actionnaires pousse les entreprises à un levier plus grand, dès que le rendement financier exigé dépasse le rendement économique.

Le régime de croissance dépend donc d'un champ de force qui a été bouleversé au tournant des années 1980. L'épuisement des gains de productivité du Fordisme, le renversement de la politique monétaire pour casser l'inflation, la libéralisation financière entraînant la prise de pouvoir des actionnaires ont provoqué un coup d'arrêt à la croissance, la baisse des taux d'endettement et la fragilité financière des banques. Le salut pour les entreprises était dans l'accroissement des taux de rendement économique par tous les moyens. La dissociation des trajectoires

européenne et américaine s'est jouée dans les moyens de relever les taux de rendement économique : par la baisse de la part salariale en Europe, par l'amélioration de la productivité du capital aux États-Unis. Au tournant des années 2000, au contraire, les taux d'intérêt sont sensiblement plus bas et l'assimilation des techniques génériques de l'information a redressé le taux de rendement économique en Europe. L'accumulation du capital a repris et le taux d'endettement a une latitude pour converger vers un niveau plus élevé.

Il reste à préciser le comportement bancaire. Le taux d'intérêt  $r$  qui intervient dans les équations (2) et (3) est le taux des crédits. Il est différent du taux d'intérêt monétaire  $i$  contrôlé par la banque centrale. La prime de risque  $r-i$  résulte du comportement bancaire. Dans le cadre de la libéralisation financière, le système bancaire est devenu concurrentiel. On peut faire l'hypothèse que  $i$  est le coût marginal des ressources bancaires. Le taux d'intérêt sur les prêts doit être tel que le taux de rendement marginal du portefeuille de créances égalise le coût marginal des ressources. On a vu plus haut que pour  $\mathcal{E} > \mathcal{E}_0$  les débiteurs de la banque sont solvables et peuvent servir leur dette au taux  $r$ . Pour  $\mathcal{E} \leq \mathcal{E}_0$  ils sont insolubles et la banque saisit le revenu disponible et la vente du collatéral pour un montant de  $\rho + (1-d)$  par unité de capital. Le taux d'intérêt sur les prêts est donc tel que :

$$1+i = (1+r) \int_{\mathcal{E}_0}^{\infty} f(\mathcal{E}) d\mathcal{E} + \int_{-\infty}^{\mathcal{E}_0} \left[ \frac{\mathcal{E}E(\rho)}{d} + \frac{1-d}{d} \right] f(\mathcal{E}) d\mathcal{E}$$

Si l'on tient compte de la valeur de  $\mathcal{E}_0$  tirée de la contrainte de solvabilité et si l'on pose :

$$z = \int_{-\infty}^{\mathcal{E}_0} F(\mathcal{E}) d\mathcal{E}$$

on peut intégrer par partie et aboutir à la relation :

$$(5) \quad r = i + \frac{zE(\rho)}{d}$$

La prime de risque est fonction décroissante du taux d'endettement. Elle est fonction croissante de la perte probable  $z$  sur les crédits non performants.

On peut alors comprendre le cercle vicieux qui a conduit à la fragilité financière des banques. La libéralisation financière a augmenté le coût de leurs ressources et diminué leur clientèle, auparavant captive, qui peut désormais se financer sur les marchés. Les banques ont dû accepter des crédits plus risqués, c'est-à-dire accepter un portefeuille de créances

incorporant une probabilité de faillite plus élevée. Selon l'équation (2) cela accroît  $d_{max}$  directement. Mais cela élève les pertes probables  $z$ , donc la prime de risque. À son tour, la hausse de la prime de risque réduit l'intervalle viable ( $d_{min}$ ,  $d_{max}$ ). Dans une période de durcissement de la politique monétaire, les banques se trouvent devant le dilemme de répercuter la hausse dans le taux des crédits selon (5) au risque de provoquer un effondrement de l'investissement des entreprises et une forte contraction du crédit, ou de sous-évaluer le risque en ne répercutant pas la perte probable  $z$  dans le taux d'intérêt des prêts. Dans les deux cas, les bilans bancaires sont fragilisés.

### *L'énigme des cours boursiers*

La libéralisation financière a introduit les actionnaires minoritaires dans le champ de forces financier via l'évaluation que le marché boursier fait des entreprises. N'étant pas parties prenantes au contrôle de propriété dans les instances dirigeantes des entreprises, les actionnaires minoritaires recherchent un rendement des dividendes et vendent leurs actions lorsqu'ils ne sont pas satisfaits. Ils se préoccupent donc du jugement de la communauté financière qui agit sur le cours des actions, jugement auquel ils participent en réaménageant leurs portefeuilles.

L'animation du marché des actions a entraîné un phénomène troublant : la hausse généralisée du  $q$  de Tobin, c'est-à-dire de la valeur boursière des entreprises rapportée à la valeur économique du capital (de 0,4 à 1,8 en France entre 1982 et 1998) et cela sans lien étroit avec le rendement anticipé du capital. Ainsi aux États-Unis, le rendement du capital, qui avait vigoureusement progressé de 1992 à 1995, a fléchi ensuite. C'est pourtant dans la période 1995-1999 que la Bourse a le plus progressé. Cette augmentation de la valeur de marché des actions a été concomitante à une vive croissance des taux d'endettement et des rachats d'action massifs par les entreprises. Une autre observation est la baisse tendancielle du rendement des dividendes de 1982 à 1993 parallèlement à celle de la prime des actions. Puis, le rendement des dividendes paraît avoir touché un plancher et être resté stable depuis cette période.

Le rendement des dividendes est :

$$\lambda = \frac{Div}{q} \text{ où } Div \text{ est le montant des dividendes versés et}$$

$q$  la valorisation boursière des entreprises par unité de capital. Si donc le comportement des actionnaires minoritaires s'exprime par :

$$(6) \quad \lambda = \lambda \min$$

les dividendes versés par les entreprises sont :

$$Div = \lambda \min. q$$

et croissent aussi rapidement que les cours boursiers. L'équation (1) en tenant compte de (6) donne :

$$g = \frac{\rho - \lambda \min q - rd}{1 - d}$$

Le taux d'accumulation du capital est donc entravé par la croissance de la Bourse à cause du prélèvement des actionnaires qu'elle induit. Cette évolution négative peut être contrecarrée par deux facteurs. La hausse des cours boursiers peut être un indicateur d'une forte profitabilité future, donc un proxy de la hausse de  $E(\rho)$ .

Ou bien les entreprises peuvent accroître leur taux d'endettement parce qu'elles sont suivies par les banques, cet endettement servant à diminuer les fonds propres par rachat d'actions, donc à contenir la progression des dividendes payés.

Le point fondamental de ce raisonnement est la déconnexion du cours des actions et du rendement économique des entreprises. La raison de cette « anomalie » est que les principes de l'évaluation boursière sont ceux d'un marché d'opinion auto-référentielle (A. Orléan, *Le pouvoir de la finance*, chap.1). Dans cet ordre d'idée, on peut faire remarquer ici que le marché boursier, comme tout marché d'actifs, est régi par une équation d'arbitrage sur les rendements, pas sur les niveaux de prix.

Le rendement total des actions est :

$$\frac{Div}{q} + g + \frac{\dot{q}}{q} \text{ où } \frac{\dot{q}}{q} \text{ est le taux de croissance de } q.$$

Ce rendement doit être égal à celui des placements alternatifs dans la même classe de risque :  $r + p$  ou  $p$  est la prime de risque des actions.

La dynamique du prix des actions est régie par l'équation d'arbitrage :

$$(7) \quad \frac{\dot{q}}{q} = r + p - \frac{Div}{q} - g$$

Le comportement de rachat d'actions par les entreprises pour soutenir le taux d'accumulation du capital se fait en-dessous du prix du marché des actions, lorsque les cadres dirigeants des entreprises exercent leurs droits sur les options qui leur ont été allouées. Il est d'autant plus avantageux que l'écart, donc le prix de marché des actions est plus élevé. On peut l'exprimer de la manière suivante :

$$g = \frac{\rho - Div(1 - \sigma q) - rd}{1 - d}$$

où le terme  $1 - \sigma q$  désigne l'effet sur les dividendes versés de la rétention des actions. En reportant dans (7) on aboutit à l'équation suivante pour le cours boursier :

$$\dot{q} = r + p - \frac{Div}{q} - \frac{\rho - rd - Div}{1 - d} + \frac{\sigma Div}{1 - d} q$$

On lui associe la condition (6) :  $Div \geq \lambda \min. q$

En étudiant l'existence de régimes stationnaires, on montre qu'elle dépend du niveau de la prime de risque des actions par rapport à  $\frac{\rho - r}{1 - d}$  et  $\lambda \min$ . Lorsqu'il existe des régimes stationnaires, ils sont tous instables. En particulier si  $p > \frac{\rho - r}{1 - d}$  et si  $\lambda \min$  est bas, il n'existe pas de régime stationnaire. La hausse du cours des actions s'auto-entretient. Si  $p < \frac{\rho - r}{1 - d}$ , il existe des régimes stationnaires quelque soit  $\lambda \min$ . Mais ce sont des points de répulsion qui séparent les régions où les prix des actions augmentent continûment de celles où ils baissent continûment. Dans tous les cas, le marché des actions est intrinsèquement instable.

#### *Les défis de la politique monétaire*

L'étude formalisée des relations entre les variables financières, le taux de rendement économique et le rythme de l'accumulation du capital a montré l'importance du taux d'intérêt monétaire dans ces interdépendances. Dans l'emboîtement institutionnel qui régule le capitalisme contemporain, le taux d'intérêt monétaire est le pivot de l'ensemble des comportements financiers, aussi bien des banques que des marchés. Dans la modélisation des liens entre finance et économie réelle présentée ici, il n'y a aucune base rationnelle à affirmer que la monnaie pourrait être neutre en aucune façon. Le taux d'intérêt monétaire a des effets réels dans toute l'économie. Or, c'est une variable hautement politique. Dans l'agencement institutionnel contemporain, sa détermination est de la responsabilité des banques centrales. Il n'y a donc aucune argumentation sérieuse qui pourrait justifier que les banques centrales puissent avoir comme seul objectif, pour déterminer cette variable cruciale, la stabilité nominale des prix.

Certes la Réserve fédérale des États-Unis a montré dans la pratique que la stabilité monétaire est un enjeu bien plus large que le suivi d'un indice conventionnel de prix. Il faut d'ailleurs remarquer que celui-ci n'a rien de naturel. C'est une construction institutionnelle destinée à coordonner des comportements touchant à la répartition des revenus et des patrimoines. L'indice des prix importe uniquement par les transferts réels résultant des défauts de coordination que l'incertitude attachée à son évolution entraîne. Mais ce n'est qu'une perception très partielle du problème. C'est l'ensemble du régime de croissance qui est influencé par la politique monétaire.

Les indicateurs avancés des tensions concernant les taux d'endettement, les taux d'intérêt du crédit et les prix des actifs financiers influencent grandement l'opinion des marchés. Cette opinion versatile



s'impose aux responsables de la politique monétaire, mais se trouve être difficile à interpréter.

Ainsi l'euphorie boursière est-elle influencée par l'anticipation de la croissance future des profits. Mais, comme on l'a vu plus haut, cette variable est très loin de guider la dynamique des cours boursiers. La configuration actuelle aux États-Unis<sup>1</sup> d'une baisse du rendement économique, hausse du taux d'endettement, rachat massif d'actions, exprime plus probablement une hausse auto-entretenu des cours. Comme le rendement financier exigé par les actionnaires institutionnels croît lui-même avec le  $q$  de Tobin et entraîne une augmentation de l'endettement minimum, une influence modératrice de la banque centrale sur les prix des actifs est recommandée. Mais la dynamique boursière étant intrinsèquement instable, un changement de régime enclencherait une baisse elle-même auto-entretenu, jusqu'à ce qu'une modification des paramètres qui influencent l'arbitrage boursier provoque de nouveau un changement de direction.

Ainsi, la banque centrale des États-Unis prend-elle en compte les réactions des marchés avec des changements relativement peu amples de ses taux directeurs et observe la modification des courbes par terme et des structures de prime de risque dans les marchés obligataires. L'objectif est de piloter les taux d'intérêt de manière à maintenir l'endettement de l'économie dans la plage contrôlable sans rupture, de manière à éviter l'emballement menant à la surchauffe et le désendettement brutal provoquant la récession. Dans une économie de finance globalisée, l'action de la banque centrale est un pilotage entre les écueils. C'est une *politique monétaire élargie*. Cela n'est pas toujours possible, comme l'a montré le krach obligataire de 1994. L'amplification du resserrement monétaire par les marchés obligataires et sa transmission mondiale a entraîné un coup d'arrêt de la reprise en Europe et a contribué à précipiter la crise mexicaine. Mais la Réserve fédérale a rapidement corrigé son orientation au printemps 1995. Ultérieurement, la banque centrale a été très attentive aux tensions de l'endettement et aux besoins de liquidité induits en inversant plusieurs fois le sens du mouvement de ses taux directeurs, tout en essayant d'en graduer l'ampleur et l'étalement pour observer les réactions des marchés et en tirer parti (A. Blinder).

On doit conclure du pragmatisme de la Réserve fédérale que les marchés financiers globalisés ont profondément transformé la conduite de la politique monétaire. Elle est moins instrumentale ou normative qu'elle n'est communicationnelle. Car elle doit prendre en compte la réflexivité des marchés financiers. La banque centrale tient compte de l'opinion des marchés. Mais ceux-ci n'émettent pas de jugements indépendants sur l'économie. Ils cherchent à anticiper les actions futures de la banque

centrale. Ce jeu stratégique est dangereux car il peut tomber dans les pièges opposés du suractivisme et de l'inertie. La connaissance intime des bilans des principaux intermédiaires de marché et l'observation attentive des réactions des prix ont permis de contourner ces pièges la plupart du temps.

Pour sortir de l'indétermination qui résulterait de son jeu de miroir avec les marchés, la banque centrale doit annoncer un point focal qui peut prendre la forme d'un ancrage nominal à moyen terme. Il vaut non par son affichage (et la Réserve fédérale s'est jusqu'ici abstenue d'une telle annonce), mais par le cadre institutionnel, prévisible et vérifiable, dans lequel la banque centrale déploie le contrôle monétaire. Cela n'est en aucun cas une règle monétaire automatique, ni une limite à ne pas dépasser en aucune circonstance pour la variation de l'indice conventionnel des prix. Cet ancrage est une procédure codifiée de la communication de la banque centrale, de manière que ses intentions et ses choix, en réaction aux tensions financières de toutes sortes, ne soient pas interprétés comme une violation de ses principes.

## NOTES

1. Au cours des années 1998-99 jusqu'en mars 2000.

## BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M., (1998), *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint-Simon, novembre.
- AGLIETTA M., (2000), "Shareholder Value and Corporate Governance : some tricky questions", *Economy and Society*, vol 29, n°1, February, p.146-159.
- ARTUS P. et DEBONNEUIL M., (1999), "Crises, recherche de rendement économique et comportements financiers : l'interaction des mécanismes micro et macroéconomiques", *CAE*, n°18, Documentation Française.
- BEFFA J.L., BOYER R. et TOUFFUT J.P., (1999), *Les relations salariales en France*, Notes de la Fondation Saint-Simon, juin.
- BOYER R., (2000), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism ? A preliminary analysis", *Economy and Society*, op.cit, p.111-145.
- BLINDER A., (1999), *Central Banking in theory and practice*, MIT Press.
- FITOUSSI J.P. et PASSET O., (2000), "Réformes structurelles et politiques macroéconomiques : les enseignements des modèles de pays", *CAE*, n° 23, Documentation Française.
- FREEMAN R., (2000), "Single peaked v.s. diversified capitalism : the relation between economic institutions and outcomes", *NBER Working Paper*, n° 7556.
- FREYSSINET J., (2000), "La réduction du chômage : les enseignements des expériences européennes", *CAE*, n°23, op.cit.
- ORLEAN A., (1999), *Le pouvoir de la finance*, Eds Odile Jacob.
- PAILLET M., (2000), "La stabilité dynamique du capitalisme", Thèse doctorat, Ecole Polytechnique.