

Forum de la Régulation 2003
9-10 octobre 2003
Atelier : Analyses du postfordisme

Evolution du rapport salarial, financiarisation et mondialisation

Gabriel COLLETIS
Prof. à l'Université de Toulouse I
Gabriel.Colletis@univ-tlse1.fr

Note : une version longue de ce texte sera disponible prochainement.

Cette version comprend une partie empirique fournissant quelques observations relatives aux transformations accompagnant la crise du fordisme en France et en Allemagne et la difficile mutation vers un nouveau mode de régulation.

La partie théorique du texte, développée dans la présente contribution, comprend, dans la version longue, une section supplémentaire (3.) consacrée aux transformations des formes institutionnelles et de leurs relations en examinant la question particulière de la hiérarchie et/ou de la complémentarité de ces formes.

La partie conclusive de la version longue revient d'abord sur les questions de la financiarisation de la rémunération des salariés, de l'épargne salariale, et des fonds salariaux comme autant de tentatives de reconfiguration des relations capital-travail. Cette partie resitue enfin la période actuelle dans une perspective historique engagée par la période allant de la fin du XIX^{ème} siècle à la crise de 1929, période à la fois de très lente croissance (1873-1896), et de première hégémonie de la finance dite "moderne".

Nous nous proposons dans la présente contribution de traiter successivement de l'importance des compromis institutionnels et de leur variété selon l'histoire et la configuration particulière de chaque formation sociale nationale (1.), puis des interprétations possibles du régime de croissance susceptible de prendre la suite du régime entré en crise il y a désormais au moins 30 ans (2.).

1. Le rôle clé des compromis institutionnels

Simple crise boursière, crise financière plus largement¹, crise du capitalisme fondamentalement, les analyses produites depuis deux ans interrogent la gravité ou plutôt la signification des

¹ La thèse d'une crise financière serait en quelque sorte "intermédiaire" entre celle d'une crise qui serait celle de la seule Bourse et celle, fondamentale, du capitalisme (cette dernière interprétation ne suggérant nullement la "fin de l'histoire" de celui-ci). Ce découpage ou cette séquence peuvent être discutés en raison du chevauchement entre ces "différentes" crises. La thèse d'une crise financière, sur laquelle nous reviendrons, ne convainc pas, tant les remèdes qui sont suggérés concernant la "gouvernance d'entreprise" sont, le plus souvent, d'ordre "technique". Il s'agirait ainsi, même si les remèdes proposés auraient une réelle portée qu'il ne saurait être question de négliger, d'améliorer les techniques de régulation d'un système dont les fondements resteraient inchangés : le rôle du conseil d'administration, celui des auditeurs et celui des agences de notation, le pouvoir des autorités boursières, la crédibilité et l'indépendance des analystes. Plus significatives nous semblent cependant être les évolutions des normes comptables, le rôle des bulletins trimestriels et de la communication financière plus généralement, ou encore le sort réservé aux stocks options.

"dérèglements" observés depuis l'effondrement des marchés financiers. Selon certains économistes², "aucun acteur significatif ne remet en cause, pour l'instant, l'économie de marchés décentralisés et la liberté d'entreprendre, car il n'y a pas d'alternative crédible. En revanche, il y a une crise partielle de régulation du capitalisme". Pour d'autres³, "l'issue de la crise actuelle est un test pour l'efficacité du capitalisme patrimonial".

La crise dans son moment présent pourrait signifier une crise sociale -dont l'expression et en même temps un des facteurs et une des conséquences serait la reprise de la croissance du chômage- mais son sens profond serait, en effet, la mise en cause de l'économie dite "patrimoniale", c'est-à-dire d'une économie d'entreprise qui s'alignerait sur les intérêts des seuls actionnaires, quel que soit le périmètre des acteurs concernés par cette désignation.

Après l'échec de la "Nouvelle Economie", dont on conviendra aisément que les bases conceptuelles étaient autrement plus fragiles que celles du capitalisme patrimonial, *ce qui se joue actuellement est en réalité la tentative particulièrement complexe de définition de nouveaux compromis capital-travail qui, seuls, peuvent mettre un terme à la période d'incertitude mais aussi d'essais, erreurs et tâtonnements qui caractérise toute période de mutation vers un possible mais jamais sûr nouveau régime de croissance et au-delà mode de régulation.*

Selon H. Jacot⁴, en ce tournant de siècles et de bouleversements, se repose –car le capitalisme a connu déjà d'autres périodes de ce genre- la question cruciale de la nature des rapports entre le capital et le travail, ou, si l'on préfère, celle de la recomposition d'un nouveau statut pour le travail salarié. Pour R. Boyer⁵, si l'on observe une telle diversité de la relation salariale, c'est que les luttes sociales ont abouti à des compromis capital-travail tout à fait différents selon les pays.

Et G. Duménil et D. Lévy⁶ de rappeler qu'à l'issue de la crise de 29, plus largement, le capitalisme se dota des institutions nécessaires à sa survie dans les conditions de sa modernité, institutions que les deux auteurs, à la suite d'autres économistes, qualifient de "keynésiennes".

Chaque type de société peut être caractérisé par un ensemble de structures fondamentales qualifiées "d'institutions"⁷.

Retenant une approche de la complémentarité entre institutions s'appuyant sur une définition assez large de ce que sont les institutions, B. Amable⁸ identifie pas moins de sept approches différentes relevant, selon son analyse, du courant "institutionnaliste". Ces différentes approches, dans leur grande majorité, considèrent de manière centrale les relations capital-travail ou, plus largement, le rapport salarial.

S'agissant du marché des capitaux et de la Bourse, E. Pineault⁹ rappelle qu'il s'agit d'institutions marginales du capitalisme jusqu'à la fin du XIX^e siècle. Selon l'auteur, de nos jours, la

² Ch. Saint-Etienne, Simple crise boursière ou crise du capitalisme ? Le Monde, 25 février 2003

³ A. Orléan, propos recueillis par Laurence Caramel et Serge Marti, Le Monde, 3 septembre 2002

⁴ H. Jacot, introduction de l'ouvrage (sous la direction de H. Jacot et J.Ch .Le Duigou) Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial, Iseres, L'Harmattan, 2000

⁵ R. Boyer, Variété des capitalismes et théorie de la régulation, Théorie de la régulation : l'état des savoirs, 2002

⁶ G. Duménil et D. Lévy, Crise et sortie de crise. Ordre et désordres néolibéraux, PUF, 2000

⁷ B. Billaudot, Régulation et croissance. Une macroéconomie historique et institutionnelle, L'Harmattan, 2001

⁸ B. Amable, Institutional Complementarity and Diversity of Social Systems of Innovation and Production, WZB Discussion Paper, FS I 99-309, septembre 1999, Berlin

⁹ E. Pineault, Prolégomènes à une théorie critique du capital financier : liquidité du capital et développement de l'institution financière de la modernité, article soumis à la revue Société, mai 2003

mobilisation de l'épargne, sa métamorphose en titres par le biais de la Bourse, et l'exercice du droit de contrôle sur les entreprises qui accompagne cet "investissement" de capital, sont les instruments *légitimes* d'hégémonie de ces acteurs sociaux relativement nouveaux" (les "investisseurs institutionnels", à savoir les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les fonds mutuels).

Considérant, d'une part, que les pratiques de partage salaires/profits continuent de se différencier fortement d'un pays à l'autre selon les trajectoires historiques et les compromis politiques, et, d'autre part, que les organisations internationales ne doivent pas être sous-estimées dans l'élaboration et la diffusion de ce que devrait être un "bon capitalisme", R. Boyer (2002) précise de façon fort éclairante que *"le capitalisme de marché financier a d'autant plus de chance de servir de référence aux acteurs domestiques les plus internationalisés que les politiques s'avèrent incapables de réformer les formes institutionnelles héritées du passé et, dans certains cas, de forger de nouveaux compromis institutionnalisés"*

De manière résumée ou synthétique, nous considérons ainsi que *le maintien de la diversité des capitalismes* ou son inverse, la diffusion d'un modèle unique de capitalisme, *dépendent avant tout de la capacité de forger au sein des institutions de chaque formation sociale nationale, voire au niveau d'ensembles sociétaux plus vastes partageant le cas échéant la même monnaie comme lien social fondamental, les compromis institutionnalisés permettant d'élaborer un schéma de référence alternatif ou différent de celui véhiculé par le capitalisme de marché financier.*¹⁰

La diversité des capitalismes est le produit de l'Histoire et s'exprime par la diversité des formes institutionnelles, au premier rand desquelles l'Etat, comme lieu d'expression des contradictions et de formation des compromis, et le rapport salarial¹¹.

La thèse du maintien de la diversité ou de la variété des capitalismes est non seulement défendue, en France, par différents économistes inscrivant leurs travaux dans une approche en termes de régulation¹² mais aussi outre-Atlantique. On mentionnera ici les réflexions développées par P. Hall et D. Soskice¹³.

2. Quelques propositions d'analyse du régime de croissance

La notion générale de "régime de croissance" renvoie au couplage d'un régime de productivité¹⁴ et d'un régime de demande. Les caractéristiques principales d'un régime de croissance (Billaudot,

¹⁰ La question de la diversité peut être posée au niveau macro-économique ou macro-social. Elle peut aussi de décliner au niveau méso-analytique. On en trouve une illustration dans l'analyse de la diversité des "modèles productifs". On lira à ce sujet R. Boyer et M. Freyssinet, Les modèles productifs, La Découverte, Repères, 2000.

¹¹ A propos de la diversité du rapport salarial, se reporter à J.-L. Beffa, R. Boyer et J.-Ph. Touffut, Les relations salariales en France, Notes de la fondation Saint Simon, n° 107, 1999 ; ou encore, R. Boyer, Du rapport salarial fordiste à la diversité des relations salariales. Une mise en perspective de quelques recherches régulationnistes, Cepremap-Cnrs-Ehess, n°2001-14

¹² R. Boyer (2002, op. cit.); du même auteur sur cette même question, Du fordisme canonique à une variété de modes de développement, in Théorie de la régulation : l'état des savoirs (sous la direction de R. Boyer et Y. Saillard), La Découverte, 1995

¹³ P. Hall et D. Soskice (eds), Varieties of Capitalism : The Institutional Foundation of Comparative Advantage, Oxford University Press, 2001

¹⁴ P. Petit, La notion de productivité, d'un régime de croissance à l'autre, La lettre de la régulation, n°43, décembre 2002

2001, op. cit.) sont ainsi le rythme tendanciel de la croissance (plus ou moins fort), le mode de croissance (cyclique, quasi-continu,...), le mode d'accumulation (extensif/intensif), le rythme du changement du niveau de vie (évolution de la norme de consommation).

Chaque régime de croissance, comme le rappelle P. Petit (2002, op. cit.), correspond à un certain usage de la notion de productivité qui renvoie à un ensemble de conventions qui régulent tant l'appréciation de la richesse nationale et sa répartition que les pratiques de gestion des firmes. Selon l'auteur, un certain nombre de "constructions sociales" doivent ainsi être élaborées et cette élaboration peut être d'autant plus longue que leurs enjeux n'apparaissent pas clairement au niveau de la politique et des luttes sociales (cf. supra)¹⁵.

D'après J.-M. Charpin¹⁶, la transition à l'œuvre s'effectuerait vers un nouveau régime de croissance fondé sur un ensemble d'institutions et d'arrangements permettant de recréer une cohérence entre les nouvelles formes de la technique, de la concurrence et de la finance.

Nous souhaiterions d'abord évoquer la signification et la portée du changement technique, en insérant cette question dans l'analyse plus générale des facteurs de changement -le changement de régime international tout particulièrement- susceptibles d'être considérés comme étant à l'origine du glissement vers un nouveau régime de croissance (2.1.). Dans un second temps, nous soulignerons le rôle central de la finance dans ce nouveau régime (2.2.). Puis, nous évoquerons la principale proposition de qualification de ce régime : régime de croissance "patrimonial" (2.3.).

2.1. L'hypothèse du changement technique et le changement de régime international

Nous avons évoqué succinctement plus haut l'échec et le peu de consistance théorique des thèses relatives à la "Nouvelle Economie" (Gadrey 2000, op. cit.)¹⁷, nous voudrions élargir le propos en considérant la thèse plus générale, qualifiée souvent d'évolutionniste ou "néo-schumpeterienne", du changement technique.

Cette thèse est souvent insérée dans la perspective des facteurs de changement susceptibles d'être à l'origine de l'évolution pouvant déboucher sur le nouveau régime de croissance.

Selon D. Plihon (2002, op. cit.), le concept de nouveau régime de croissance vise à mettre en lumière l'interaction qui s'est instaurée dans la période récente entre la globalisation financière et le progrès technique.

L'analyse de D. Plihon coïncide exactement avec celle de M. Aglietta¹⁸. Selon ce dernier, le moteur du nouveau régime de croissance est constitué par l'interaction entre la globalisation et le progrès technique, interaction dont l'auteur indique qu'elles entraînent de grandes conséquences sur le marché du travail (réduction systématique des coûts salariaux, transfert des risques économiques sur les salariés du fait des exigences des actionnaires, variabilité de l'emploi, disparités salariales).

¹⁵ Pour une "vision stylisée" du nouveau régime de croissance, se reporter à P. Petit, Formes structurelles et régimes de croissance de l'après fordisme, Cepremap, n°9818, août 1998

¹⁶ J.-M. Charpin, Avant-Propos du Rapport du groupe présidé par D. Plihon, Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance, Commissariat Général du Plan, 2002

¹⁷ Un approfondissement possible de l'analyse de la dite "Nouvelle Economie" concerne le mythe de la société "post-industrielle". Ce mythe est mis à mal avec éloquence et rigueur par E. Fingleton, In Praise of Hard Industries : Why Manufacturing, Not the Information Economy, is the Key to Future Prosperity, Houghton Mifflin, Boston- New York, 1999

¹⁸ M. Aglietta, Le capitalisme de demain, Notes de la fondation Saint- Simon, 1998

L'inspiration schumpeterienne de la réflexion de M. Aglietta se retrouve dans les termes employés pour décrire les évolutions observées. Selon l'auteur, des pertes d'emploi très importantes doivent être attendues. Ce n'est que beaucoup plus tard, lorsque les restructurations ont épuisé leur force destructrice, lorsque les innovations technologiques et organisationnelles ont été assimilées, qu'un régime permanent de croissance peut éventuellement s'installer de nouveau et qu'une relation stable entre emploi et croissance peut réapparaître (sic).

M. Aglietta, et à sa suite d'autres comme D. Plihon, n'est pas le seul économiste de la régulation à se situer dans une perspective schumpeterienne. Pour P. Petit (2002, op. cit.), une "nouvelle convention" pourrait voir le jour permettant un développement réel des capacités "créatrices" des individus comme des firmes. La nouvelle convention pourrait être qualifiée de "néo-schumpeterienne".

Selon P. Petit (1998, op. cit.), le caractère "incisif" des effets du changement des formes de concurrence sur les autres formes structurelles aurait comme implication politique le passage d'un Etat keynésien à un Etat schumpeterien. Et l'auteur de décrire différentes évolutions impulsées par les changements structurels majeurs au premier rang desquels est citée la diffusion des nouvelles technologies (puis, le développement des services ainsi que l'internationalisation).

D'après R. Boyer (1998, op. cit.), deux changements radicaux ont affecté l'évolution des relations salariales. Deux branches motrices sont apparues selon l'auteur : les NTIC qui ont alimenté la croissance américaine des années 1990, et la recherche biomédicale qui pourrait être le support du régime de croissance qui lui succédera. Selon R. Boyer, les innovations techniques sont souvent invoquées en bonne place parmi les facteurs de changement des transformations du rapport salarial.

Cependant, l'auteur, à la suite de certaines études monographiques, relève que ces transformations ne concernent pas tous les secteurs. Surtout, il observe que la diffusion des technologies de l'information et de la communication (TIC) est intervenue bien après les changements dans la relation salariale. Les innovations techniques sont, au final, resituées eu égard aux autres facteurs de changement du rapport salarial que sont l'internationalisation, la finance, le retournement des politiques économiques, la perte de pouvoir de négociation des salariés et les difficultés de l'action collective.

Dans un texte plus récent (Boyer, 2002, op. cit.), R. Boyer évoque à nouveau en termes assez proches les dits facteurs : internationalisation, nouvelle vague d'innovations technologiques, durcissement de la politique monétaire, austérité budgétaire, basculement des alliances politiques.

Rappelant certaines recherches "régulationnistes" en termes de comparaisons internationales en resituant leurs buts, l'auteur cite ses propres travaux¹⁹ en précisant que ceux-ci visent à rechercher les institutions favorables à un régime de croissance tiré par les TIC, ce qui, dans ces mêmes travaux, ne l'empêche pas de s'interroger sur le degré de nouveauté des technologies de l'information et leur capacité à donner naissance à un régime d'accumulation.

Dans le texte de 2002, R. Boyer, analysant les approches de la variété des capitalismes, cite enfin différents travaux autour de la thèse -qu'il conteste- d'une seule forme efficace d'organisation des firmes. Parmi les travaux et orientations de travaux évoqués par R. Boyer de manière critique se

¹⁹ R. Boyer, La diversité des institutions d'une croissance tirée par l'information ou la connaissance, in Centre Saint-Gobain pour la recherche économique (ed.), Institutions et croissance, Albin Michel, 2001

situent tous ceux qui, selon l'auteur, évoquent "l'engouement pour les TIC supposées porteuses d'un régime de croissance sans précédent, celui de la nouvelle économie"²⁰.

En définitive, un assez large consensus parmi les auteurs cités semble considérer la thèse schumpeterienne du progrès ou du changement technique comme une explication essentielle des transformations du rapport salarial et de l'émergence d'un nouveau régime de croissance.

Ce consensus est cependant relatif comme le montrent les hésitations de R. Boyer et le fait que celui-ci prend soin de considérer les évolutions technologiques comme un des facteurs de changement, parmi d'autres.

A la suite de certains auteurs comme Dockes et Rosier (1983, Dockes, 2002)²¹ ou encore Gille²², nous considérons que, plutôt que de changements économiques et sociaux induits par la technique, il convient de retenir la perspective d'évolution, voire de succession de "systèmes techniques". Ces systèmes peuvent être appréhendés dans une perspective institutionnaliste réfutant l'hypothèse "d'exogénéité" des technologies et du changement technique.

Adopter une approche dite "endogène"²³ consiste à considérer la technologie comme un résultat et non comme une ressource du processus d'innovation, en d'autres termes à réfuter la double hypothèse d'un progrès technique autonome ainsi que celle de techniques intrinsèquement meilleures ou plus efficaces que d'autres. Il est ainsi impossible de considérer que les institutions ne pourraient que "s'adapter" au changement technique.²⁴ Si l'on admet que le changement technique est endogène, alors l'accent mis sur le processus de changement implique que l'on s'interroge quant aux évolutions institutionnelles qui sont simultanées à ce changement.

Il n'existe donc pas de "fée technologie" ou, plus prosaïquement, de dynamique technologique qui impulserait des transformations économiques et/ou sociales. *L'éventuel nouveau régime de croissance ne peut ainsi, selon nous, avoir comme "moteur" le changement technique, ce dernier n'étant ni antérieur ni isolable eu égard aux transformations institutionnelles.*

Notre "position" ne suggère en rien de considérer qu'aucune transformation ou évolution du système technique ne serait à l'œuvre. Si l'expression "nouvelle" technologie a un sens, celui-ci est, d'après nous, à rechercher dans les conditions d'utilisation, aujourd'hui très diffuses dans une grande majorité de pays, de technologies parfois assez anciennes ou ayant évolué plus sur le mode de l'incrémentation que celui de la rupture. Ces conditions sont d'ordre socio-économique.

Nous rejoignons ici l'analyse du changement technique dont B. Amable²⁵ souligne la place importante dans les travaux régulationnistes, considérant que ceux-ci endogénéisent ce premier.

Rappelant que ces travaux considèrent que les différents modes de régulation sont associés à différents régimes d'accumulation, Amable indique que ces régimes accordent un rôle particulier à

²⁰ Pour une lecture critique de ces travaux, l'auteur suggère de se reporter à R. Boyer, *La croissance début de siècle*, Albin Michel, 2002

²¹ P. Dockes et B. Rosier, *Rythmes économiques*, La Découverte, 1983; P. Dockes, *L'Etat et les transformations du capitalisme*, Conférence Matisse (Université Paris I, Umr 8595), 2002

²² B. Gille, *Histoire des techniques*, Gallimard La Pléiade, 1978

²³ M. Amendola et J.-L. Gaffard, *La dynamique économique de l'innovation*, Economica, 1988

²⁴ G. Colletis et J. Perrin, *Le rôle des représentations de l'Etat et des changements techniques dans la définition des politiques économiques* in *Changement institutionnel et changement technique*, sous la direction de M. Baslé et D. Dufourt, Editions du Cnrs, 1995

²⁵ B. Amable, *La théorie de la régulation et le changement technique*, in *Théorie de la régulation : l'état des savoirs* (1995, op.cit.)

la science et à la technique. D'après l'auteur, l'analyse du changement technique n'est pas une fin en soi pour la théorie de la régulation. Si certains travaux l'étudient "pour lui-même", l'objectif est de le mettre en liaison avec le reste des composantes du mode de régulation. *Le changement technique est dès lors intégré dans une représentation d'ensemble du système productif, la cohérence d'un certain "système technique" avec un ensemble de formes institutionnelles étant essentielle dans la définition d'un régime de croissance.*

Le changement de régime international, souvent qualifié par des termes usuels comme "internationalisation", "mondialisation" ou encore "globalisation", est également souvent désigné comme un facteur de changement. L'importance du "régime international" dans les analyses régulationnistes est attestée par le fait qu'il s'agit d'une des cinq formes institutionnelles.

Selon Vidal²⁶, *la nature du régime international est surtout liée à la dynamique de l'économie dominante*. Cette proposition peut sembler d'autant plus pertinente que l'on observe, d'une part, un déclin ou une désorganisation des régulations internationales telles qu'issues de la Seconde Guerre et, d'autre part, une montée de déséquilibres de toutes sortes (crises financières de certains pays, croissance de la dette des mêmes ainsi que, plus généralement, de nombreux dits "en développement" ainsi que, surtout, des Etats-Unis, conflits commerciaux et généralisation des pratiques de dumping par la monnaie, la fiscalité et autres abaissements de prélèvements, etc...).

Selon une définition largement admise²⁷, l'adhésion au régime international est définie comme la conjonction des règles qui organisent les relations entre l'Etat-Nation et le reste du monde, aussi bien en matière d'échanges de marchandises que de localisation des productions via l'investissement direct ou de financement des flux et soldes extérieurs.

Tout en retenant le principe général, d'inspiration institutionnaliste, consistant à mettre l'accent sur le rôle central des règles, nous proposons une perspective quelque peu différente de celle qui est proposée par R. Boyer. Cette perspective considère encore, en effet, l'Etat-Nation d'un côté, le reste du monde de l'autre. Cette perspective nous semble correspondre à une période que l'on a, à juste titre, considérée comme pouvant être qualifiée en termes d'échanges "inter-nationaux".

Cette période est caractérisée par l'ouverture des économies nationales et la forte, voire très forte croissance des échanges.

Or, depuis le milieu des années 90, si, en pourcentage du PNB mondial, les exportations mondiales continuent de progresser avec une relative régularité, il n'en va pas de même des investissements directs (IDE) et des opérations de fusions-acquisitions lesquels augmentent très fortement, avec une vitesse de croissance de ces premiers (IDE) plus de deux fois et demie plus rapide que celle des exportations mondiales entre 1990 et 2000.

Comme ceci est désormais largement connu et commenté, les transactions quotidiennes sur les marchés des changes représentent plusieurs dizaines de fois les sommes qui sont nécessaires pour financer les seules transactions sur biens et services.

Nous proposons ainsi de considérer que si l'internationalisation concerne les relations entre économies nationales via principalement les flux de biens et services, la mondialisation est l'expression d'une économie fondée sur la concurrence de capitaux mobiles.

²⁶ J.-F. Vidal, Les régimes internationaux in *Théorie de la régulation* (1995), op. cit.

²⁷ R. Boyer, *Théorie de la régulation : une analyse critique*, La Découverte, 1986

A la différence de l'archétype de la firme multinationale qui organise sa production dans une perspective de compétitivité en jouant sur le prix et la disponibilité des facteurs (cf. la "décomposition internationale des processus productifs) ainsi que sur le potentiel de différenciation, la firme globale n'a pas tant comme caractéristique d'avoir perdu sa nationalité que celle d'avoir toutes les nationalités des pays dans lesquels elle exerce ses activités en jouant, grâce à sa mobilité, sur les différentiels de valeur dans l'espace et le temps.

Ce n'est pas tant la compétitivité qui intéresse la firme globale que la rentabilité. En ce sens, la production par les économies nationales d'avantages hors-coûts pourrait désormais avoir moins d'influence sur leur capacité à attirer ces firmes que la production d'avantages-coûts ayant une influence directe sur leur rentabilité.

Il est cependant évident qu'à terme, les deux objectifs de rentabilité et de compétitivité ne sauraient être dissociés. Les économies nationales ayant alors négligé la production des avantages hors-coûts (éducation, formation, qualifications, innovation, recherche, investissements organisationnels, etc.) pourraient alors être fortement pénalisées d'autant que la croissance de leur marché intérieur n'aura pu être que relativement lente²⁸.

Le changement de régime concerne ainsi aussi bien l'archétype de la firme, multinationale puis globale, que l'espace et la nature des flux, inter-national puis mondial, marchands puis financiers.

La "mondialisation" a ainsi, selon notre analyse, comme principale signification non pas tant un accroissement de la quantité des flux en circulation que de leur vitesse ou mobilité, celle-ci étant fortement différenciée selon le type de flux.

S'agissant des "facteurs", c'est-à-dire le capital et le travail, et dès lors que l'on ne raisonne plus seulement sur des facteurs de "production", nous proposons de considérer non pas deux mais quatre facteurs : le travail qualifié et le travail peu ou pas qualifié d'une part²⁹, le capital productif et le capital financier, d'autre part.

La vitesse de mobilité de ces quatre facteurs est très variable : le capital financier est parfaitement mobile, il peut être considéré comme "volatile"; le capital productif comme le travail qualifiés peuvent être considérés comme mobiles également, mais une moindre vitesse liée à certaines irréversibilités ou "barrières". Nous pourrions qualifier cette mobilité de "nomadisme".

Le travail peu ou pas qualifié, enfin, contrairement à une époque pendant laquelle sa mobilité a pu être encouragée, est aujourd'hui un facteur dont la mobilité est freinée.

L'hypothèse que nous faisons est que le principe général, de fait, sur lequel se base aujourd'hui la rémunération de ces quatre facteurs est celui d'une rémunération fondée sur le différentiel de vitesse de mobilité : le premier facteur rémunéré est le plus mobile, et ainsi de suite.

Nous considérons que la mondialisation, basée sur la concurrence de capitaux mobiles, rémunère ceux-ci en premier. Faute d'une rémunération suffisante, ceux-ci ont, en effet, le pouvoir de se

²⁸ Comme on le sait, la France a, pendant plus d'une décennie, mis en œuvre une politique dite de "désinflation compétitive", visant à comprimer fortement les coûts salariaux. Cette politique, si elle a pu favoriser le rétablissement du solde du commerce extérieur par un ralentissement du rythme des importations (lié à la demande) et une certaine expansion des exportations aidée par une amélioration de la compétitivité-coût, a surtout eu un impact considérable sur les investissements directs, entrants certes mais aussi et surtout sortants. Les groupes français, soutenant relativement peu l'effort d'accumulation en France, ont massivement investi à l'étranger, aux Etats-Unis notamment, procédant largement par une croissance externe les conduisant à ouvrir leur capital

²⁹ Nous suivons en cela la distinction analytique proposée par R. Reich, L'économie mondialisée, Economica, 1993

(dé)placer ailleurs. L'ordre de rémunération est ainsi le suivant : le capital financier, puis le capital productif et le travail qualifié. La rémunération du travail peu ou pas qualifié apparaît ainsi comme un "résidu"^{30 31}.

Les tensions sociales qui découlent du principe liant vitesse de mobilité et rang de rémunération, mais aussi l'instabilité économique qui est associée à ce principe font que le régime international actuel –si on peut le désigner ainsi- rend impossible l'élaboration des compromis et la création des institutions nécessaires à un nouveau mode de régulation.

2.2. Le rôle central de la finance dans le nouveau régime de croissance

Le rôle central de la finance dans ce qui pourrait être, selon certains, un nouveau régime de croissance ne semble apparemment guère faire l'objet de doutes ou de contestations quant à son caractère effectif.

La question est cependant plus complexe qu'il n'y paraît si l'on suit l'analyse de Duménil et Lévy (2000, op. cit.). Ceux-ci se demandent si ou, plus exactement, dans quels termes on peut considérer la financiarisation comme un mythe ou une réalité.

Si les "signes" de la financiarisation sont évidents (croissance du portefeuille de titres détenus par les ménages, forte progression du rapport des fonds détenus par les fonds mutuels et de pension aux capitaux propres des sociétés non financières, augmentation du rapport des avoirs financiers des ménages à leur revenu disponible, etc.), on ne peut en conclure simplement, selon les auteurs, que cela suffise pour que l'on doive admettre l'existence d'un régime d'accumulation financiarisé où le bouclage de la demande se ferait par la Bourse et non plus le rapport salarial.

Le profit sans l'accumulation, selon L. Cordonnier, serait cependant précisément la "recette" du capitalisme gouverné par la finance³². Reprenant une analyse de Kalecki, l'auteur suggère que les dividendes, dans la mesure où ils sont consommés, génèrent du profit au-delà de ce que fournissent déjà les dépenses d'investissement. Le motif en serait que si les dividendes constituent bien une dépense des entreprises, cette dépense n'est pas un coût de production mais une opération de bilan, n'affectant en fait que leur trésorerie.

Le rôle du "retour de l'actionnaire" aura finalement été, selon l'analyse proposée, d'impulser une substitution, pour les propriétaires du capital, entre l'accumulation et la consommation. La limite de ce capitalisme "consommatoire" (plutôt que patrimonial selon l'auteur) résiderait dans la fragilité des conditions de son bouclage : baisse toujours possible (en effet !) du taux de versement des dividendes, diminution de la propension à consommer ces derniers...

³⁰ Cette analyse suggère donc de considérer comme insuffisantes ou plutôt "situées" historiquement les approches en termes de partage de la valeur ajoutée (dans la perspective du bouclage macro-économique d'une économie auto-centrée) ou de substitution capital/travail afin d'apprécier ce que serait le prix "convenable" du travail

³¹ P. Artus et D. Cohen proposent une analyse assez proche (Partage de la valeur ajoutée, Conseil d'analyse économique, La Documentation française, 1998) lorsqu'ils écrivent : " le pouvoir de négociation des firmes se (en) trouve accru par rapport aux salariés, par nature moins mobiles que le capital productif et plus encore financier"

³² L. Cordonnier, Le profit sans l'accumulation : la recette du capitalisme gouverné par la finance, Communication au Séminaire Hétérodoxie du Matisse, mai 2003

*Profit sans accumulation, entreprise sans usines*³³, une troisième caractéristique du capitalisme financiarisé serait celle d'un "capitalisme sans capital". Ainsi, selon P. Artus³⁴, l'arrivée en force dans le capital des entreprises d'actionnaires financiers ayant un objectif de rentabilité moyenne très forte de leurs investissements a profondément modifié les stratégies, industrielles et financières des entreprises. Selon l'auteur, si cette logique était poussée à l'extrême, on parviendrait à un "capitalisme sans capital", la quasi-disparition de financement par actions permettant d'obtenir une rentabilité quasi infinie des fonds propres subsistants.

Evoquée de manière récurrente, s'imposant même en apparence comme l'impératif de toute gestion d'entreprise, la "création de valeur" pour l'actionnaire, expression ou modalité privilégiée de ce nouveau régime financiarisé, apparaît alors, comme le montre F. Lordon³⁵, comme une notion polysémique, mal définie. Pour autant, là encore, entre mythe et réalité, l'auteur estime que qu'il convient de cerner la part des usages rhétoriques de cette notion et celle de ses pratiques effectives, en se tenant à distance de deux thèses antagonistes qui voudraient, l'une que la création de valeur n'ait pas d'autre réalité que ses instrumentations à des fins de légitimation, et l'autre que celle-ci règne déjà sans partage au sein d'entreprises dont elle aurait irréversiblement normalisé tous les comportements.

Entre mythe et réalité, en quelque sorte "mythe actif", la création de valeur actionnariale pour s'imposer dans les pratiques aura eu besoin de s'appuyer sur une instance de légitimation. Cette instance, selon A. Orléan³⁶, n'est autre que le "marché financier".

Selon Orléan, il s'agit de transformer ce qui n'est qu'un pari personnel sur des dividendes futurs en une richesse immédiate *hic et nunc*. Pour ce faire, il faut transformer les évaluations individuelles et subjectives en un prix accepté par tous. Ce travail de transformation que la "liquidité" impose, en ce que doit être produite une évaluation de référence qui dise à tous les financiers le prix auquel le titre peut être échangé, est opéré par le marché financier.

Plus la liquidité financière est élevée, plus la spéculation l'emportera sur l'entreprise comme déterminant de la valeur des actions et, conséquemment, de leur effectivité économique en tant qu'instrument de contrôle et instrument d'accumulation financière. En ce sens, comme le souligne E. Pineault (2003, op. cit.), *la liquidité financière démultiplie la puissance du capital financier*.

Le marché financier, selon Plihon (2002, op. cit.), a un rôle prépondérant dans le nouveau régime de croissance, qu'il s'agisse des choix d'investissement des entreprises, de la constitution du patrimoine des ménages et, par suite, dans la détermination des équilibres macro-économiques.

Sans la liquidité permise par les marchés –telle serait la thèse d'A. Orléan d'après F. Chesnais³⁷– "l'autonomie" de la finance et son pouvoir n'auraient pas pris de telles proportions. *Ce sont la liquidité et les marchés financiers qui lui servent de support qui autorisent qu'une propriété extérieure au capital impose ses termes à ce dernier engagé dans la production*.

³³ J.-M. Harribey, L'entreprise sans usines ou la captation de la valeur, Le Monde, 3 juillet 2001; du même auteur, La financiarisation du capitalisme et la captation de valeur in Le capitalisme contemporain : questions de fond (sous la direction de J.-C. Delaunay et alii), L' Harmattan, 2001

³⁴ P. Artus, Préface de l'ouvrage de L. Batsch, Finance et Stratégie (1999, op. cit.)

³⁵ F. Lordon, La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la "valeur actionnariale" in Fonds de pension et "nouveau capitalisme", L'année de la régulation, vol. 4, 2000, La Découverte

³⁶ A. Orléan, Le pouvoir de la finance, Odile Jacob, 1999

³⁷ F. Chesnais, Note de lecture de l'ouvrage d'A. Orléan, Le pouvoir de la finance (op. cit.) in Fonds de pension et "nouveau capitalisme", op. cit.

Or, P.-N. Giraud³⁸, après avoir rappelé que pour un économiste, est propriétaire celui qui détient le "droit de contrôle résiduel", c'est-à-dire le droit d'utiliser souverainement la monnaie qui reste à l'entreprise une fois que celle-ci a honoré tous ses contrats, souligne utilement sans doute que, *pour la première fois dans l'histoire des capitalismes, cet actif très particulier qu'est la propriété des entreprises (au sens économique donc) devient un actif liquide.*³⁹

Si une action d'entreprise a toujours été un actif très liquide, cette action ne conférait pas de droit de propriété réel sur l'entreprise. Ce qui change, d'après l'auteur, c'est que la concentration des actions dans les mains des institutionnels rend désormais liquide le droit de propriété lui-même.

Ce "recentrage sur l'actionnaire", tel que le désigne L. Batsch (1999), n'est néanmoins pas sans soulever de sérieuses limites, voire réserves de statut différent.

Sur un plan "technique", Plihon (2002, op. cit.) montre, s'agissant de la "convention" boursière d'après laquelle le *Return On Equity* (ROE) devrait être de 15%, que le facteur de précarité le plus important est qu'elle suppose une croissance à long terme des profits qui doit atteindre 8 % en valeur nominale (dans un contexte de désinflation maintenue). Or une telle croissance est possible mais exceptionnelle et *ne peut être associée à un régime permanent.*

En dépit des changements survenus dans l'exercice du contrôle de l'entreprise, changements attribuant une place déterminante aux investisseurs institutionnels et surtout à leurs mandants, il est moins évident, selon M. O'Sullivan⁴⁰, que le lieu de contrôle des entreprises se soit fondamentalement déplacé. Selon l'auteur, l'analyse du pouvoir et des pratiques des investisseurs institutionnels suggère qu'ils sont loin de contrôler l'allocation des entreprises aux Etats-Unis. Et ce pour plusieurs raisons, au premier rang desquelles est que "l'activisme" ou les ambitions de la plupart des investisseurs institutionnels de transformer le système américain de gestion des entreprises sont loin d'être radicales.

Malgré la résurgence de la notion de démocratie actionnariale aux Etats-Unis, d'après les observations de l'auteur, *le système de gestion des entreprises américaines préserve toujours le droit de gérer des dirigeants.* Si les cadres dirigeants détiennent ainsi toujours un pouvoir considérable dans la gestion des entreprises, leurs motivations ont néanmoins profondément changé pendant les dernières années. *La pression croissante pour la liquidité financière leur a donné une opportunité pour s'enrichir au nom du principe de la création de valeur.*

Comme ceci a été dénoncé à maintes reprises dans la dernière période, la pratique des "Stock Options" a produit un alignement des intérêts des dirigeants ou managers sur ceux des actionnaires. A une différence près, cependant : si les seconds supportent le risque d'une moins-value, cela n'est pas le cas des premiers dont le risque se limite à recevoir une plus-value qui serait inférieure à celle qu'ils espèrent.

³⁸ P.-N. Giraud, Les fonds de pension : vers un nouveau capitalisme ? Centre d' Economie Industrielle de l' Ecole Nationale Supérieure de Paris (CERNA), Revue Etudes, tome 394, n°2, février 2001

³⁹ Une illustration du caractère liquide de l'actif financier que représente la propriété de l'entreprise est donnée par la négociation du rachat potentiel de Péchiney par Alcan. Selon le PDG de la première entreprise, le problème (concernant l'offre d'Alcan) est celui du prix. Ayant refusé une offre précédente, le même avait déclaré que son "devoir vis-à-vis des actionnaires" avait été de dire non à une offre sous-évaluée

⁴⁰ M. O'Sullivan, Le socialisme des fonds de pension, ou "plus ça change..." : financement des retraites et corporate governance aux Etats-Unis in Fonds de pension et "nouveau capitalisme", op. cit.

2.3. *Le régime de croissance patrimonial*

Après avoir débattu du rôle considéré le plus souvent comme central de la finance dans le nouveau régime, il convient à présent de "qualifier" ce dernier. Pour ce faire, nous nous appuyerons sur la proposition faite par M. Aglietta (1998, op. cit.) qui consiste à suggérer le qualificatif de "patrimonial".

Selon Aglietta, *les caractéristiques marquantes du capitalisme patrimonial sont l'extension de l'actionnariat salarié, l'importance des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des entreprises, le rôle des marchés financiers dans les ajustements macro-économiques.*

La variable-pivot du comportement des entreprises est le profit par action. Celles-ci doivent se spécialiser en recherchant des activités à potentiel de croissance élevé.

Les profits générés par les entreprises permettent de distribuer des dividendes qui soutiennent la hausse des cours boursiers, ce qui stimule à son tour la croissance de la consommation (effet de richesse).

La conjonction de la croissance et de l'économie de capital détermine enfin le niveau de l'emploi alors que la combinaison de la croissance et de la compression des coûts de production permet de dégager un profit global qui valide la rentabilité des fonds propres exigés par les actionnaires institutionnels. Nous serions donc bien ici en présence d'un "régime de croissance", telle que la nature d'un tel régime a été évoquée précédemment.

En résumé, telles sont les principales caractéristiques ou les principaux enchaînements suggérés par un capitalisme patrimonial dont les deux moteurs, comme nous l'avons déjà vu, seraient, selon l'auteur, la globalisation et le progrès technique.

L'essor du capitalisme patrimonial devrait également être mis en rapport, selon M. Aglietta, avec la nécessaire prise en charge du coût social du contre-choc démographique. Celui-ci imposerait le développement de la capitalisation afin de lisser le dit coût. La capitalisation ne saurait cependant être efficace que si elle élève l'épargne globale et l'investit de façon productive dans les forces vives du régime de croissance. Ceci soulignerait donc *le rôle clé des investisseurs institutionnels* qui gèrent l'épargne contractuelle ainsi que l'importance de la qualité de la gouvernance exercée sur les entreprises.

La propriété détenue à l'actif des premiers devrait être considérée comme *une propriété sociale*.

Condensés dans un processus qu'il désigne comme relevant d'une "théorie spontanée" du *nouveau capital financier*, E. Pineault (2003, op.cit.) considère que les trois "lieux communs" de cette théorie peuvent se formuler comme suit :

- le pouvoir de la finance repose sur la mobilisation de l'épargne et sur son investissement en tant que capital
- ce pouvoir a pour origine et fondement les systèmes financiers de type anglo-saxon centrés sur l'allocation de capital par le biais des marchés plutôt que les banques
- les investisseurs institutionnels, parce qu'ils contrôlent l'épargne des classes salariées, sont des acteurs hégémoniques dans ces systèmes financiers et imposent leurs normes de rentabilité aux entreprises industrielles.

A la différence du capitalisme fordiste, le capitalisme patrimonial ferait du droit de propriété, particulièrement celui portant sur les titres financiers, le droit fondamental auquel les autres se rapporteraient (A. Orléan, 1999).

On comprend dès lors l'importance déterminante du débat sur la nature (sociale ?) de la propriété des actifs des investisseurs institutionnels ainsi que sur le contrôle et la réglementation "prudentielle" de la gestion de ces premiers.

Alors que M. Aglietta (1998, op. cit.) croit possible ce qui lui semble nécessaire, c'est-à-dire une propriété sociale et une gestion prudentielle des actifs des investisseurs institutionnels dont les principes seraient en partie déterminés par cette propriété, A. Gauron⁴¹ rejette une telle hypothèse.

Selon ce dernier, on assisterait bien à l'avènement d'un nouveau régime de croissance mais celui-ci ne saurait être qualifié de "patrimonial" et, d'après lui, une telle qualification par M. Aglietta serait en contradiction avec l'analyse qu'il ferait par ailleurs de la monnaie (voir plus loin).

Pour A. Gauron, la nouveauté que constitue la formation d'une épargne salariée investie productivement n'autorise pas mécaniquement à en déduire l'apparition d'un régime patrimonial d'accumulation. Le caractère salarial de l'épargne ne conférerait nullement aux salariés les droits de propriété correspondants. Une telle hypothèse serait, en particulier, inenvisageable s'agissant de fonds de pension à cotisations définies (les *Mutual funds*), le raisonnement d'Aglietta étant centré sur le second type de fonds, à prestations définies, que l'on peut, en effet, considérer comme participant d'une régulation organisée.

Le basculement par les entreprises américaines des contributions, voire des fonds eux-mêmes vers les *Mutual funds* aurait eu, d'après l'analyse d'A. Gauron, comme objectif de permettre à ces premières de se dégager des risques encourus en les reportant sur les salariés cotisants.

Par le principe de fonctionnement des *Mutuals funds*, l'entreprise n'a pas l'obligation de verser un montant défini de pension. Une dette "sociale" est ainsi transformée en une simple épargne contractuelle, les salariés ne détenant aucun droit de propriété et seules comptant les sommes accumulées. *En définitive, selon A. Gauron, les Mutual funds maintiennent intacte l'hétérogénéité fondamentale de la monnaie entre "ceux qui ont l'initiative et ceux qui ne l'ont pas"*⁴².

L'enjeu, outre le report de risque sur les salariés et la possibilité de placements à hauts risques mais à forte rentabilité, de la liberté de gestion revendiquée par les institutions gestionnaires de l'épargne des salariés est précisément de faire écran entre l'épargnant et le placement, plus encore entre les salariés et la détention réelle du pouvoir de l'actionnaire.

A. Gauron, réfutant donc le caractère patrimonial du nouveau régime de croissance, observe qu'au mieux, les représentants des salariés siègent dans les conseils d'administration des fonds de pension gestionnaires de leur épargne, pas à celui des entreprises dans lesquelles ils investissent. *Et l'auteur d'estimer que "les salariés ne sont pas des co-actionnaires des sociétés détenues par les fonds mais de simples déposants; leur pouvoir n'est même pas virtuel : il n'est pas"*.

Tout autre selon l'auteur serait la configuration si, comme en Allemagne, se développait un système de retraite d'entreprise. En d'autres termes si les fonds de pension étaient des fonds d'entreprise investissant l'épargne entièrement dans le capital de l'entreprise concernée.

Le pouvoir syndical dans une telle perspective, celui d'un dispositif de co-détermination, serait à la fois un pouvoir de contrôle et un pouvoir revendicatif.

⁴¹ A. Gauron, Fonds de pension et régulation concurrentielle, discussion du texte de M. Aglietta (1998, op. cit.) in Fonds de pension et "nouveau capitalisme" (2000, op. cit.)

⁴² M. Aglietta et A. Orléan, La violence de la monnaie, PUF, 1982

Ce n'est qu'alors que l'épargne salariale pourrait être *un vecteur d'une intégration progressive du salariat comme ressort principal de la régulation du capitalisme*.

Selon A. Gauron, du point de vue de l'organisation du salariat, et donc du marché du travail, les fonds de pension actuels se situeraient "aux antipodes" d'une telle perspective.

On pourrait ainsi penser que la relation ou le rapport salarial, jusqu'alors forme institutionnelle dominante mais entre temps devenue dominée dans un nouveau capitalisme financiarisé aurait à "s'adapter" à ce nouveau régime. Se produirait ainsi une "patrimonialisation" de la relation salariale se traduisant par une financiarisation de la rémunération des salariés⁴³. Cette patrimonialisation, selon Jacot (2000, op. cit.), ne serait nullement synonyme d'un nouveau "statut salarial" prenant le "parti du travail". Tout au contraire, serait notamment rejetée sur chaque travailleur la responsabilité de son employabilité (et de sa retraite future).⁴⁴ *Tout se passerait comme si le corollaire de la liquidité absolue du capital financier était l'employabilité ou, si l'on préfère, la flexibilité absolue du travail...*

Plutôt que de "patrimonialisation" de la relation salariale, J.-L. Beffa, R. Boyer et J.-Ph Touffut (1999, op. cit.) préfèrent parler "*d'implication patrimoniale*". Cette configuration particulière des relations salariales, embryonnaire selon eux en Europe, viserait à favoriser un rapprochement des objectifs respectifs des marchés financiers, des dirigeants d'entreprise et des salariés permanents dont les compétences sont requises pour le succès de la firme.

Selon les auteurs, il conviendrait d'éviter tout à la fois que la relation salariale soit à terme complètement gouvernée par la finance et le dérèglement de la nécessaire compatibilité, au plan micro-économique, entre organisation du travail et principe d'organisation. D'après les mêmes, il serait préjudiciable, par ailleurs, que la diffusion des fonds gérés au nom des salariés accentue les risques d'instabilité financière (voir ci-après).

Pour Beffa, Boyer et Touffut, *c'est "la cohérence du mode de régulation" qui est en jeu*, comme l'acceptabilité de ce qu'ils désignent comme les formes "modernes" de la finance par les salariés, par leurs organisations et par l'opinion publique. Selon les auteurs, la création de fonds salariaux à l'initiative des entreprises et des syndicats, puis leur gestion en fonction d'objectifs arrêtés en commun, quitte à ce qu'elle soit confiée à des professionnels, pourrait marquer une avancée en termes de droits sociaux. Elles pourraient aussi consolider le mode de gouvernement des firmes concernées et assurer *une certaine viabilité au mode de régulation en voie d'émergence*.

Le débat sur le qualificatif "patrimonial" du nouveau régime de croissance, pour essentiel qu'il est dès lors qu'il souligne l'importance de la signification que l'on attribue aux droits de propriété, n'épuise pas toute la réflexion sur les incidences ou la portée d'un tel régime.

Trois autres questions méritent d'être succinctement soulevées, les deux premières pouvant être mises en rapport avec la question de l'accumulation :

- celle des incidences particulières qu'implique en matière de gouvernance et de gestion du risque la relation actionnaire ou marché financier- entreprise

⁴³ Thèse en cours de W. Pennetier, Financiarisation de la rémunération des salariés et mise en valeur du capital : la participation financière, vecteur d'un nouveau partage des risques et des revenus, Lereps, Université des Sciences sociales de Toulouse

⁴⁴ A. Orléan (1999, op. cit.) plutôt que de capitalisme patrimonial parle "d'individualisme patrimonial" pour désigner une conception contractualiste des relations sociales fondée sur une vision libérale du lien social

- celle du découplément du rendement économique et du rendement financier
- celle, au final, de la stabilité du nouveau régime.

Le nouveau régime financiarisé suggère que *les investisseurs considèrent qu'il leur revient de mener une politique de diversification*, en agissant sur la composition de leurs portefeuilles de participations. En se "recentrant", l'entreprise abandonne l'objectif de diversification de ses risques.⁴⁵ Selon cette conception, c'est aux acteurs financiers –et non aux opérateurs industriels– qu'il revient de gérer les questions de diversification.

Nous ne développerons pas plus avant cette question abondamment étayée par de nombreuses illustrations d'entreprises ayant "suivi" ce principe et dont les résultats se sont retrouvés en absolue dépendance des évolutions d'un secteur unique (Alcatel constitue un bon exemple), sauf pour observer à la suite de Plihon (2002, op. cit.) que l'on tient là une expression particulièrement intéressante de *la primauté de la finance sur la logique industrielle*. Cette expression doit être analysée comme celle de *l'avantage dont dispose le capital financier dans le nouveau régime en ce que la liquidité est posée en principe absolu* (cf. 2.2.).

Au final, on peut se demander si la définition que proposent Schleifer et Vischny⁴⁶ de la gouvernance, pour simple ou "abrupte" qu'elle paraisse, n'en serait pas moins fondamentalement pertinente. Selon les auteurs, *la gouvernance d'entreprise porterait sur "les moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux de l'entreprise peuvent s'assurer de la rentabilité de leur investissement"...*

L'augmentation de l'endettement, le rachat d'actions, le contrôle via les holdings permettent de dissocier le rendement économique et le rendement financier (Batsch, 1999) mais, eu égard au risque de sous-capitalisation, au prix d'une beaucoup plus grande fragilité de l'entreprise dans les accidents conjoncturels.

Plus fondamentalement, il a été montré (cf. supra 2.2. l'analyse de Plihon, op. cit.) que la convention boursière ne pouvait durablement faire abstraction des "fondamentaux" de l'économie, ce qui ne signifie pour autant ni remise en cause d'un régime financiarisé ni *dissociation ou découplément, jusque dans une certaine limite, avant tout sociale, entre rendement financier et rendement économique*. Si nous considérons comme sociale la limite de la dissociation entre ces deux rendements, c'est que cette dissociation exprime un phénomène par nature social de "captation de valeur" opéré par le capital financier. Nous suivons ici Harribey (2001) lorsqu'il indique que le concept de "*valeur captée*", si il permet de voir que la distinction entre capital productif et capital financier reste pertinente, *ne conduit nullement, bien au contraire, à conclure à une quelconque possibilité qu'aurait acquis le second à se valoriser indépendamment du premier*.

Les deux questions, (lieu ou) mode de gestion du risque en fonction d'un principe absolu de liquidité, découplément des rendements économiques et financiers en fonction d'un principe de

⁴⁵ Cf. Batsch (1999, op. cit.)

⁴⁶ A. Schleifer et R.W. Vischny, A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance, vol. 52, pp 737-783, 1997

captation de valeur constituent des interrogations importantes concernant la capacité du nouveau régime à assurer l'accumulation⁴⁷.

La signification ou la portée de cette capacité dans le nouveau régime peut cependant être discutée. Selon Aglietta (1998, op. cit.), dans le régime patrimonial, au contraire du fordisme, la croissance dépend de l'économie de capital (au service de la maximisation du profit par action). Ce serait des investissements d'organisation abaissant les coûts et diminuant les stocks requis par la production qui seraient requis, et non des investissements fixes visant à accroître les rendements d'échelle et la productivité du travail.

Si l'on suit l'analyse de l'auteur, alors l'observation (paradoxe ?) faite par Plihon (2002, op. cit.) d'une accumulation sans précédent aux Etats-Unis dans les années 90 n'est pas sans poser quelques problèmes dès lors que ce pays est considéré comme le "laboratoire" du capitalisme patrimonial. La France, en revanche, illustrerait mieux l'hypothèse de M. Aglietta corroborée par les traces visibles d'une accumulation peu soutenue.

Si, à la différence d'Aglietta, on considère qu'il ne peut y avoir croissance durable sans accumulation (et vice versa), hypothèse derrière laquelle nous nous rangeons, alors, sur le plan empirique, les observations de Plihon apparaissent moins paradoxales : la forte croissance américaine des années 90 s'accompagne de et accompagne un effort important d'accumulation, une remarque identique mais en sens inverse pouvant être faite pour la France (faible croissance et accumulation peu soutenue).

Sur un plan plus théorique, on sait que pour Marx⁴⁸, c'est le propre même du capital que de procéder par accumulation. La financiarisation remet-elle en cause la capacité du capital à procéder de la sorte ?

Dans les pratiques, sont bien observés, en effet, une fuite devant le risque économique, un horizon de plus en plus court ("court-termisme") de rentabilisation exigée des investissements engagés, un effet de sélectivité accrue de ces derniers, bref des comportements peu favorables a priori à l'accumulation.

Dans ce qu'il considère être le troisième niveau du capitalisme, le "métacapitalisme", P. Dockès (2002, op. cit.) estime que ce dernier est marqué par *les stratégies du capital sur le capital*, les jeux de pouvoir et d'appropriation. L'auteur refuse cependant de considérer que la finance serait parasitaire car se nourrissant des plus-values extraites ailleurs, diminuant les capacités de croissance et préfère s'en tenir à intégrer la finance dans un ensemble complexe de stratégies de contrôle du capital productif.

Duménil et Lévy (2000, op. cit.), sur cette même question de "l'apport" de la finance et des marchés financiers à l'économie réelle, adoptent une position que l'on peut considérer comme claire ou radicale. Selon les auteurs, "le fonctionnement de la finance possède ses règles propres⁴⁹. A l'ère néolibérale, elle s'est non seulement enflée, mais redéployée. Les capitaux financiers se sont placés dans les positions les plus avantageuses, au sein d'un réseau complexe, structuré par la recherche de la rentabilité maximale. *Ce faisant, la finance n'a pas financé l'économie réelle, mais*

⁴⁷ On se rappellera la thèse que nous avons exposée de L. Cordonnier (2003, op. cit.) selon laquelle, l'accumulation aurait perdu son utilité économique

⁴⁸ K. Marx, Le capital, tome 1, chapitre 4

⁴⁹ Les auteurs rejoignent ici l'analyse d'A. Orléan (op. cit.)

conduit les entreprises à se recentrer sur l'autofinancement, alors que la finance diminuait la masse des fonds disponibles par des paiements d'intérêt et des distributions de dividendes massifs"⁵⁰.

Dans un texte éclairant, F. Lordon⁵¹ utilise l'expression de "conatus" (qu'il emprunte à Spinoza) pour désigner le désir ou la volonté de puissance du capital. Se demandant si l'accumulation du capital ne serait pas "l'archétype" du conatus, il reprend à son compte l'analyse du mouvement d'auto-engendrement du capital décrit par Marx et estime à son tour que "le conatus du capital est de s'accumuler, potentiellement à l'infini".

Dans la même perspective que celle qui nous a conduit précédemment à distinguer rentabilité économique et rentabilité financière, Lordon suggère de distinguer capital industriel et capital financier patrimonial. S'agissant du second, il estime que cette fraction du capital, demeurant en retrait du concret de la production, ne connaît que l'abstraction du capital-argent se mettant en valeur. *En situation "d'extériorité par rapport à la division du travail", la finance patrimoniale ne réaliserait rien, elle amasserait sans rien faire.* Selon Lordon, la différenciation du capital industriel et de la finance patrimoniale tient donc au statut que prend la maximisation du profit : objectif intermédiaire et instrument pour le premier, objectif exclusif et finalité dernière pour le second.

Quoiqu'il subisse la contrainte objective de la finance, le capital tenterait néanmoins de lutter pour maintenir la souveraineté de son conatus mais il est tenu d'entrer en relation avec le conatus patrimonial, ce qu'il fait sur le mode de la "duplicité obligée". La finance elle-même dans ce contexte se révèle incertaine de ses normes, entraînant en cela de nombreux errements au niveau des stratégies mises en œuvre par le capital industriel, et, au-delà, une grande instabilité.

C'est cette troisième et dernière question, celle de l'instabilité, qu'il convient à présent d'aborder afin de conclure notre réflexion sur l'interprétation possible du régime de croissance.

Conclusion : la question centrale de l'instabilité

Selon M. Aglietta (1998, op. cit.), le régime de croissance patrimonial ne serait pas vulnérable à l'accumulation durable de pressions inflationnistes. Il existerait, en effet, des stabilisateurs endogènes de l'inflation dans la sensibilité des marchés d'obligations et d'actions. *La faiblesse de ce régime serait en réalité celle liée à l'instabilité financière observée dans de nombreux pays donnant naissance au "risque systémique"*.

La reconnaissance de cette faiblesse et l'absence de mécanismes d'ajustement ad hoc constituent sans doute ici un des motifs pour lequel l'auteur se limite à désigner le capitalisme patrimonial comme étant *un régime de croissance et non un mode de régulation*.

La question de l'instabilité sera ici considérée sous un autre angle appréhendé par Orléan (1999, op. cit.). Le choix, selon lui, de faire reposer un "système" sur la seule évaluation financière pose de sérieuses difficultés. Dès lors, en effet, que l'on abandonne ou met en doute l'idée ou la fiction

⁵⁰ G. Duménil et D. Lévy in *Neoliberal Dynamics- Imperial Dynamics*, Preliminary Draft, Conference on Global Regulation (University of Sussex, 29-31 mai 2003, version du 2 juin 2003) indiquent qu'en 2001, aux Etats-Unis, près de la totalité des profits, après paiement des impôts et des intérêts, a été distribuée aux actionnaires. Selon les deux auteurs de cette contribution, la nouvelle "corporate governance" et le transfert des profits à la classe la plus riche s'est effectuée au détriment de l'accumulation

⁵¹ F. Lordon, *Le conatus du capital*, Cnrs-Cepremap, 2000

d'efficience des marchés financiers, il apparaît que l'évaluation de marché est hautement instable et qu'en faire le fondement du système fait courir à la macro-économie des risques considérables. Il en est ainsi parce que le marché financier répond à une logique essentiellement "autoréférentielle", largement exposée par l'auteur, en ce qu'elle se préoccupe davantage de l'opinion majoritaire que de la réalité économique.

Le nouveau régime comporterait donc un élément d'instabilité intrinsèque provenant de la difficulté des marchés financiers à apprécier la valeur des entreprises à long terme, ce qui laisserait augurer le retour d'une activité cyclique difficile à maîtriser. Les corrections des cours boursiers seraient ainsi des épisodes délicats à franchir de réaménagement des conventions de rendement assurant la mise en cohérence ou la compatibilité des sphères financières et productives (cf. supra).

La question de l'appréciation de la valeur des entreprises n'est pas déconnectée de celle de la propriété du capital. Depuis dix ans, le marché des titres ayant fortement évolué, une grande partie des transactions, autrefois le fait de particuliers et d'investisseurs à long terme, est aujourd'hui celui d'opérateurs réalisant des opérations spéculatives sur le marché des produits dérivés et utilisant des instruments de couverture. Cette observation ne devrait pas être démentie à l'avenir avec l'autorisation donnée aux "fonds de fonds alternatifs" (*Hedge funds*) d'opérer sur les différentes places européennes, alors que les interrogations se multiplient sur la montée de la volatilité boursière...

On peut ainsi se demander si les entreprises, au final, ne pâtissent pas de l'absence d'actionnaires engagés sur le long terme, plutôt que d'actionnaires trop encombrants.

De ce point de vue, la distinction proposée par F. Morin et E. Rigamonti⁵² entre, d'une part, capitalisme patrimonial "moderniste", sous influence des investisseurs institutionnels, ou "traditionnel", sous influence d'un actionnaire de référence, et, d'autre part, capitalisme de marché financier, peut être très utile même si elle ne laisse pas d'inquiéter.

*A la différence du capitalisme patrimonial, le capitalisme de marché financier est marqué par une structure actionnariale éclatée ou dispersée*⁵³. Le contrôle est alors entièrement "vectorisé" par le prix de l'action. Les dirigeants, dans ce contexte, disposent d'une marge de manœuvre importante

⁵² F. Morin et E. Rigamonti, Evolution et structure de l'actionnariat en France, *Revue française de gestion*, n°141, novembre-décembre 2002

⁵³ Le développement du capitalisme de marché financier obéirait à un certain nombre de transformations communes à l'ensemble des pays capitalistes (des "régularités", pour reprendre la terminologie de l'approche en termes de régulation). Cependant, cette forme ou composante particulière du capitalisme se développerait avec de fortes spécificités nationales. Dans le cas de la France, le capitalisme de marché financier révèle les difficultés d'un capitalisme en déficit de capitaux, porté par des investisseurs institutionnels étrangers qui sont les acteurs-clés du nouveau modèle. De ce point de vue, nous pouvons estimer, en accord avec les auteurs, que l'effondrement rapide du modèle de cœur financier français s'exprime par la part considérable que représentent aujourd'hui les investisseurs institutionnels non résidents dans le capital des groupes du CAC 40. Cette part est nettement plus élevée que celle des mêmes dans le capital des plus grandes capitalisations boursières des places financières des autres pays capitalistes. Les interrogations sur la signification des dimensions de la "nationalité" des entreprises revêtent ainsi, en France, un caractère particulier. Se reporter sur cette question au Rapport du groupe présidé par J.-F. Bigay, La nouvelle nationalité de l'entreprise, Commissariat Général du Plan, La Documentation française, 1999.

S'agissant du capitalisme de cœur financier, B. Coriat, en 1995, faisait observer qu'il n'était pas la "panacée", cette architecture privilégiant nettement les hommes de la finance au dépend de ceux de l'industrie (B. Coriat, France : un fordisme brisé...et sans successeur, *Théorie de la régulation : l'état des savoirs*, 1995, op.cit.). De ce point de vue, le passage d'un capitalisme de cœur financier à un capitalisme de marché financier ne semble donc pas marquer une notable évolution

pour décider de la stratégie mais celle-ci est contrôlée *a posteriori* par le marché, seule comptant la capacité de ces premiers à rechercher de manière efficace la maximisation de la rentabilité financière.

Le capitalisme de marché financier, accompagné d'une gestion indicielle exercée par les investisseurs institutionnels, est qualifié par les auteurs de "composante avancée et parvenue à maturité" du capitalisme. *La régulation d'ensemble de ce capitalisme serait "organisée" par les signaux du marché financier.*

Si ce capitalisme existe bel et bien, proche de celui décrit par certains manuels, ce qui ne semble pas devoir être mis en doute, alors *la dite maturité pourrait se révéler synonyme de totale volatilité...*

Sans accumulation (Cordonnier, 2003), sans usines (Harribey, 2001), sans capital (Artus, 1999), ou encore, "pur" (Giraud, 2001), "moderne" (Pineault, 2003), "mature" ou "avancé" (Morin et Rigamonti, 2002), le nouveau capitalisme pourrait donc être intrinsèquement instable.

Nous serions alors, en effet, loin d'un nouveau mode de régulation...