

## Les transformations du capitalisme contemporain

*Michel Aglietta*

Le capitalisme du XX<sup>e</sup> siècle a fait naître et grandir des sociétés salariales. Le régime de croissance appelé fordisme a intégré le salariat dans la circulation des richesses par la consommation de masse. Mais le fordisme est entré en crise il y a un quart de siècle, rongé par la montée de l'inflation et déstabilisé par les désordres monétaires internationaux et par les chocs pétroliers.

La détérioration d'une période faste n'a rien d'exceptionnel. L'histoire longue enseigne que la dynamique du capitalisme n'est pas auto-régulatrice. Les économies capitalistes évoluent par phases de croissance relativement stable, entrecoupées de périodes de crise. Dans ces périodes critiques la croissance ralentit, voire devient négative. Le progrès technique est plus difficile à assimiler, change d'orientation et détruit les emplois. Dans les deux dernières décennies, c'est l'interaction de la globalisation et du progrès technique tourné vers les technologies de l'information qui a été la force motrice de transformations intenses. Celles-ci font émerger un nouveau régime de croissance qui paraît être le mieux établi aux États-Unis.

Il y a de nombreuses raisons pour lesquelles un régime de croissance ne se développe pas de la même manière dans tous les espaces placés sous l'influence de l'accumulation du capital. C'est que la croissance secrète des conflits qui mettent en péril la cohésion des sociétés. C'est le mode de régulation, ensemble de règles, de routines et d'institutions qui agit sur les comportements de manière à concilier les intérêts privés et les conditions collectives de la vie en société. Le mode de régulation n'est ni la résultante de contrats privés, ni l'expression d'un

contrat social. Il est enraciné dans les sociétés civiles. Chaque société civile est un système de relations que chaque génération reçoit comme un patrimoine social. À cause de l'épaisseur historique de chaque société civile, un même régime de croissance peut interagir avec des modes de régulation, c'est à dire des systèmes de médiations, différents d'un pays à l'autre. Parmi ces médiations, la politique est éminente. Elle représente, en effet, l'entrelac des relations qui font la société civile, sous forme de valeurs collectives (symboles, croyances communes, normes du Droit) que les membres d'une société reconnaissent comme des principes d'appartenance au tout social. Dans la mesure où il est dépositaire de ces valeurs, l'État est investi d'une autorité qui légitime son pouvoir au dessus de tous les autres pouvoirs. Aussi le mode de régulation est-il inscrit dans des identités nationales.

Cette manière d'appréhender la différence et la mise en relation entre le régime de croissance et le mode de régulation oriente l'analyse de la globalisation. C'est une transformation multi-dimensionnelle du capitalisme qui est issue de la décrépitude du fordisme et qui fait advenir un nouveau régime de croissance que je propose d'appeler patrimonial. L'engagement des pays développés dans ce régime de croissance ne s'est pas fait au même rythme, parce que les modes de régulation hérités du fordisme ont été plus ou moins résistants selon les pays, certains diraient rigides, aux facteurs corrosifs de la globalisation. La reprise précoce de la croissance aux États-Unis indique une adaptation plus rapide et plus complète des éléments principaux du mode de régulation. Les évolutions de la décennie quatre vingt dix, marquées par le retour au premier plan du dynamisme du capitalisme américain, posent le problème de l'aptitude des schémas de régulation en Europe à assimiler le régime de croissance patrimonial, tout en respectant les valeurs du progrès social qui distinguent ces pays des États-Unis. Néanmoins, si elle n'homogénéise pas le groupe des pays développés, la globalisation intensifie incontestablement les interdépendances internationales. Nous verrons que cette intensification est partiellement inscrite dans les institutions des modes de régulation en cours d'évolution en Europe. En cela on peut dire que des valeurs et des principes qui ont mûri dans les pays anglo-saxons pénètrent des sociétés civiles qui leur étaient hostiles à l'époque du fordisme. Cependant cela ne suffit pas pour que les interdépendances internationales soient correctement régulées. L'instabilité financière chronique est le symptôme de problèmes structurels et de disparités macroéconomiques. Cette instabilité pose de manière de plus en plus insistante la question d'une gouvernance globale de la finance internationale.

On se propose donc d'évoquer trois thèmes sous l'angle des transformations induites par la globalisation : l'avènement d'un nouveau régime de croissance, les changements des modes de régulation nationaux, l'établissement d'une gouvernance financière internationale.

## GLOBALISATION ET RÉGIME DE CROISSANCE

La globalisation et le progrès technique entretiennent des liens étroits parce que ces deux processus viennent de la division du travail. L'échange international élargit la division du travail et le progrès technique l'approfondit. La première dimension de l'interdépendance des deux phénomènes se trouve dans l'augmentation du rythme de la productivité du travail avec le développement du commerce international. Une étude empirique sur données sectorielles, menée au CEPII, a montré qu'une hausse de 1% du taux de pénétration des importations dans un secteur induit un accroissement de 0,7% de la productivité apparente du travail si ces importations proviennent des pays développés, de 1,3% si elles proviennent de pays en voie de développement.

Le moteur de cette double transformation de la division du travail est la réalisation de la logique du capitalisme, c'est à dire la recherche du profit au-delà de toute frontière. Les acteurs sont les entreprises en voie de mondialisation. Elles intègrent les flux qui participent à la formation du profit global grâce à la mobilité des marchandises, des fonds disponibles et empruntés, des techniques, des capacités professionnelles. Les restructurations et les redéploiements des entreprises dans cette voie ont élargi et intensifié la concurrence sur toutes les catégories de marchés. L'orientation du progrès technique a été profondément modifiée. Les interactions dynamiques entre ces différentes lignes de force ont produit un nouveau régime de croissance.

On étudiera donc les interactions entre l'intensification de la concurrence et la réorientation du progrès technique pour en déduire les principales caractéristiques du nouveau régime de croissance.

**Concurrence et progrès technique**

La globalisation a induit parmi les entreprises une concurrence multiforme. Sur les marchés des biens, elles ont perdu leur influence sur la formation des prix qui leur permettait auparavant d'incorporer un taux de marge garanti. Sur les marchés financiers, elles subissent un coût du capital de plus en plus internationalisé. Sur les marchés des droits de propriété, elles sont soumises à une transformation de la gouvernance qui leur impose des objectifs de rentabilité des fonds propres.

La pression de la concurrence sur les marchés des produits accroît l'élasticité-prix de la demande de biens. Dans les secteurs de produits banalisés, la baisse des coûts de production est de rigueur. Les entreprises n'ont pas pu réduire drastiquement les coûts dans le prolongement des techniques du passé. Elles ont transformé leur organisation en détruisant nombre d'emplois non

qualifiés, en extériorisant les services (comptabilité, maintenance, assistance juridique...), en réduisant les hiérarchies intermédiaires grâce à la mutation des structures pyramidales vers des unités polyvalentes reliées par des réseaux informationnels.

Ces évolutions se sont répercutées sur les marchés du travail. Une économie générale de travail non qualifié dans l'économie manufacturière a fait baisser tendanciellement les effectifs. De plus la demande de travail non qualifié est devenue plus élastique aux variations du salaire. Les écarts de rémunération entre travail non qualifié et travail qualifié se sont accrus. Surtout l'ancien dualisme du marché du travail (interne-externe) a été remis en cause par l'apparition d'un marché de compétences professionnelles mobiles internationalement, dont le salaire se détermine sur des marchés internationalisés. Ces bouleversements signifient que les facteurs mobiles mettent en concurrence ceux qui ne bougent pas. Nombre d'acquis sociaux, qui étaient incorporés dans les conventions collectives ont été remis en question. L'ancien marché interne du travail rémunérait un facteur quasi-fixe, immunisé des fluctuations économiques. Le nouveau marché du travail rejette l'insécurité économique sur les salariés et indexe une part plus ou moins importante du salaire sur le profit.

Un autre aspect de la concurrence est l'innovation de produits. Car la seule manière de vendre relativement cher des compétences payées cher est de diversifier la demande de biens de consommation pour stimuler la compétitivité hors prix. Mais dans l'ancienne technologie de la production de masse, la diversité coûtait très cher car elle n'était pas compatible avec les rendements d'échelle de la production standardisée. Au contraire, le nouveau principe fondé sur les technologies de l'information est capable de produire de la diversité de manière standardisée. Cela est obtenu par la modularité dans la conception des produits qui permet à la fois la production en série des composants et la différenciation au stade ultime de la fabrication. En couplant cette ingénierie de la production et les informations sur la demande qui arrivent en temps réel dans les unités polyvalentes, il est possible de réaliser une grande diversité d'options à la commande et de réduire les stocks au minimum. En même temps, il a été possible de résoudre le problème de la qualité. Le contrôle de qualité était coûteux dans une structure hiérarchisée car il fallait multiplier les contrôleurs. Au contraire, la réunion des fonctions au sein des unités polyvalentes où chaque agent est responsable de sa contribution au produit fini incite à l'autocontrôle.

Le domaine dans lequel la diversité s'est le plus développée est celui des services. C'est celui où les technologies de l'information déploient toute leur efficacité. C'est celui où l'avance des États-Unis est la plus grande. Les secteurs utilisateurs intensifs d'informatique sont ceux qui ont créé le plus d'emplois (services aux entreprises, services sociaux, services personnels, commerce, services de restauration, services de gardiennage). L'informatique régule la

continuité des flux de toutes natures qui contribuent à valoriser le travail. Ce faisant elle réduit le capital nécessaire sous forme de stocks et les coûts disséminés sous formes de temps mort dans les processus de production. Dans le fordisme, les investissements mécaniques avaient révolutionné le travail manuel dans la production industrielle, augmentant l'intensité capitaliste et la productivité du travail. Les investissements informationnels sont des investissements d'organisation qui révolutionnent le travail intellectuel dans les services en augmentant l'emploi et la productivité du capital. Cette économie de capital, résultant de la nouvelle orientation du progrès technique, est la source majeure de rentabilité dans le nouveau régime de croissance.

### **Le régime de croissance patrimonial**

On peut désigner ainsi le nouveau régime de croissance à cause de l'influence prépondérante des marchés financiers dans la formation des équilibres macroéconomiques et de la gouvernance des entreprises par les actionnaires dans les comportements qui ont rétabli et fait progresser la rentabilité du capital.

On peut opposer ce régime de croissance terme à terme au fordisme (tableau 1), ce qui illustre bien l'ampleur des changements structurels des vingt dernières années.

Dans le nouveau régime de croissance la variable pivot du comportement des entreprises est le profit par action. La gouvernance des actionnaires institutionnels force les entreprises à maximiser cette variable. Le critère de performance réagit sur les choix stratégiques des entreprises, l'organisation des structures de décision, la répartition et l'utilisation des profits. Il en résulte une tension entre la distribution de dividendes aux actionnaires et le profit retenu par les gestionnaires, dont dépend la capacité à valoriser les ressources de l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires. Le rôle de la gouvernance est de médiatiser cette tension. Dans des entreprises mondialisées, l'efficacité de la gouvernance implique la reconnaissance de la primauté de la valeur actionnariale sur les législations nationales qui lui seraient hostiles.

Les entreprises sont placées devant la nécessité de faire des arbitrages serrés entre la distribution de dividendes et le financement des innovations qui vont faire croître le profit par action dans l'avenir. C'est la réponse des entreprises à cette contrainte qui a changé l'orientation du progrès technique. Les entreprises ont recherché des investissements qui ont transformé l'organisation de leur production dans le sens de l'économie de capital. Comme on l'a montré plus haut, ce sont les investissements informationnels, principalement tournés vers la production de services, qui répondent le mieux à cet objectif.

*Tableau 1*  
**Comparaison des régimes de croissance**

<b>Caractéristiques</b>	<b>Fordisme</b>	<b>Patrimonial</b>
<i>Production et technologie</i>	Investissements mécaniques intensifs en capital  Augmentation productivité du travail	Investissements informationnels intensifs en travail  Augmentation productivité du capital
<i>Gouvernance</i>	Contrôle interne + solvabilité	Actionnariat institutionnel
<i>Critère de performance</i>	Croissance de l'entreprise	Profit par action
<i>Objectif intermédiaire</i>	Autofinancement	Dividende
<i>Salaires</i>	Étalon-salaire national par conventions collectives	Minimisation du coût salarial sous la contrainte du prix
<i>Prix</i>	Coût de production + taux de marge normal	Étalon international + taux de change
<i>Demande</i>	Consommation de masse croissant régulièrement et favorisant les rendements dynamiques croissants	Consommation de diversité versatile et favorisant les rentes temporaires d'innovation de produits

Dans ce régime de croissance le marché boursier devient le lieu de validation sociale des paris d'entreprises. L'appréciation des cours boursiers augmente la richesse nette des ménages actionnaires, directement ou indirectement via l'épargne contractuelle, plus rapidement que le revenu courant. L'enrichissement des ménages et la pression de la concurrence sur les prix des biens se conjuguent pour stimuler la consommation de diversité. Cette demande entretient les innovations de produits et permet à une population changeante d'entreprises de gagner les rentes d'innovation. Le profit résultant valide la rentabilité des fonds propres exigée par les actionnaires institutionnels.

Ce régime de croissance est donc cohérent. Mais il a des enchaînements fragiles qui posent des problèmes de régulation dans les relations salariales et dans sa vulnérabilité à l'instabilité financière.



## GLOBALISATION ET MODE DE RÉGULATION

On envisagera deux problèmes qui découlent directement des transformations issues de la déshérence du fordisme et qui sont devenues des questions fondamentales dans le régime de croissance patrimonial. L'une découle des effets sur l'organisation du travail de la mutation technologique et des restructurations d'entreprises recherchant systématiquement la baisse des coûts. C'est l'éparpillement des statuts du travail et le rejet de l'insécurité économique sur les salariés. L'autre résulte des enjeux sociaux de la gouvernance d'entreprise par l'actionnariat institutionnel. Elle est liée à la nature de l'épargne contractuelle qui est la contrepartie des droits de propriété sur les entreprises. Cette épargne confère à la propriété du capital un caractère social. La prise en compte de ces exigences sociales permet d'envisager une influence en retour des salariés sur les critères au nom desquels s'exerce la gouvernance.

**Flexibilité et sécurité**

Sous l'impératif de la réduction des coûts salariaux, la nouvelle orientation technologique a fait voler en éclats le modèle d'emploi du fordisme. L'emploi stable à durée indéterminée pour le cœur de la main-d'œuvre masculine n'a pas disparu, mais il est grignoté de toutes parts. Des formes d'emplois diverses ont proliféré comme autant de figures de la flexibilité du travail : contrats à temps partiel, travail temporaire, à domicile, auto-emploi, couplage d'activités principale et secondaire, services relationnels de gré à gré.

On sait que le modèle d'emploi du fordisme découlait d'un compromis institutionnalisé par lequel les salariés du marché interne changeaient la subordination hiérarchique contre la sécurité économique. Ils acceptaient l'intensification du travail industriel contre la distribution des gains de productivité en augmentation de salaire réel. Au contraire, la flexibilité poursuivie par les entreprises en encourageant la prolifération des formes de mise au travail a rejeté l'insécurité sur les salariés. L'éclatement des formes d'emploi s'est d'ailleurs accompagné d'un dépérissement du contenu des négociations collectives, ou tout au moins des normes générales qui étaient établies dans les accords de branche. Selon les situations des entreprises, la pratique de la négociation collective se décentralise ou la détermination des salaires s'individualise. C'est ainsi que la flexibilité du travail s'accompagne d'une disparité très élargie et d'une insécurité très aggravée pour les salariés. Les baisses du coût salarial au cours des restructurations ont entraîné un recul marqué du progrès social.

Il s'agit de comprendre ce que signifient ces évolutions du point de vue du rapport salarial. À l'époque du fordisme il apparaissait directement comme une



relation de subordination dans la production. C'était la mise à disposition de forces de travail utilisées sous l'autorité hiérarchique d'autrui. Le droit du travail s'est développé comme un système de protection, au fur et à mesure où la légitimité des revendications des salariés gagnait une large assise dans la société. Plus le rapport salarial apparaissait comme distinct d'une relation marchande, plus le droit du travail se distinguait du droit civil. La sécurité que le droit du travail cherchait à procurer aux salariés était une sécurité dans l'emploi qu'ils occupaient.

Les transformations que l'on rencontre dans l'organisation du travail incitent à redéfinir le rapport salarial, sous peine de croire à sa disparition parce qu'on observe un éclatement des formes d'emploi. C'est le cas, par exemple, de l'auto-emploi provoqué par l'extériorisation de services préalablement accomplis au sein des entreprises. Des salariés, préalablement protégés par le droit du travail, deviennent des prestataires de services selon des contrats d'apparence marchande. L'utilisateur de cette main-d'œuvre extériorisée peut dévaloriser le travail. Il ignore le coût social et ne paye que le coût direct d'une main-d'œuvre apparemment indépendante, en réalité quasi-salariée mais dépouillée de la protection dont elle bénéficiait auparavant. On peut en dire autant de nombreuses formes d'emplois précaires. La liberté du travail joue unilatéralement en faveur des employeurs et des donneurs d'ordres.

Si elles abaissent sensiblement le coût du travail et rendent les restructurations très profitables, ces pratiques n'en posent pas moins de sérieux problèmes pour le régime de croissance considéré dans son fonctionnement permanent. On a vu, en effet, que le progrès technique permet d'augmenter la productivité du capital grâce à la flexibilité organisationnelle. Cependant ces manières d'organiser le travail en appellent à la responsabilité des salariés, parce que la flexibilité dans les actes de production eux-mêmes redonne aux travailleurs un contrôle sur leur propre activité. Leur adhésion aux buts de l'entreprise se réalise dans l'interdépendance des unités autonomes sous le contrôle global de l'intégration des flux. Mais la responsabilité tournée vers les buts de l'entreprise ne peut être tenue pour acquise si le personnel est menacé, non seulement dans l'emploi qu'il occupe temporairement, mais dans sa situation économique.

Cette remarque nous met sur la voie d'une définition du rapport salarial qui englobe les caractéristiques contemporaines du travail. Le rapport salarial est une relation de dépendance économique dont la forme est monétaire. Contre le salaire, qui est le lien d'appartenance économique de l'individu à la société civile, celui-ci met à disposition une aptitude de travail quelles que soient les formes d'emploi, donc du contrat de travail individuel. La dépendance économique, non pas l'éventuelle subordination hiérarchique dans l'emploi, est l'essence du rapport salarial. Le droit du travail doit évoluer pour exprimer une protection sociale légitimée par cette dépendance. Cette évolution du droit, pour

prendre en compte les nouvelles caractéristiques de la division du travail, est indispensable pour réconcilier flexibilité et sécurité. C'est le socle d'une réactivation des négociations collectives dont le contenu soit compatible avec le régime de croissance.

Reconnaître la liberté du travail dans l'intérêt des salariés c'est fonder une sécurité de statut professionnel à la place de l'ancienne sécurité dans l'emploi mise à mal par la flexibilité. Cela signifie concrètement que des individus doivent pouvoir occuper successivement de multiples situations professionnelles, au cours de leur vie active, tout en étant assurés de la continuité de leurs droits sociaux. Une réflexion est en cours d'élaboration en ce sens à la Commission Européenne mais aussi en France. Ainsi le rapport Boissonnat propose-t-il d'instituer un contrat d'activité qui définisse des droits transférables dans la durée, quelles que soient les conditions d'emploi ou de non-emploi des salariés.

En élaborant la conception du statut du travail conforme à la définition générale du rapport salarial comme dépendance économique, le droit fournirait une norme commune pour guider les négociations collectives décentralisées en Europe. C'est une valeur collective sur laquelle les forces montantes de la gauche en Europe peuvent s'accorder pour transformer la charte sociale en un principe supérieur commun ayant une validité juridique. Il reviendrait à la régulation du travail dans le cadre des négociations collectives d'établir les équivalences entre les formes d'emplois du point de vue de la conservation des droits sociaux. Ainsi les Pays-Bas ont-ils expérimenté des négociations qui améliorent les droits des travailleurs temporaires en contrepartie de la réduction des temps de préavis mettant fin aux contrats à temps plein.

### **Propriété sociale du capital et gouvernance**

Le régime de croissance patrimonial dépend sérieusement des tendances de l'épargne. Dans les décennies qui viennent, celles-ci seront influencées d'une manière primordiale par le vieillissement de la population dans les pays européens. L'augmentation en cours et prévisible des taux d'épargne nationaux exprime un comportement patrimonial de progression de la richesse à long terme en prévision de l'élévation future des taux de dépendance démographique.

Ce comportement patrimonial modifie aussi la structure de la richesse. Une part grandissante de l'épargne est placée de manière collective dans des fonds communs, des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pension. Ces investisseurs institutionnels accroissent la part des actions dans leurs portefeuilles, donc indirectement dans la richesse financière des ménages.

Le régime de croissance va être affecté par le contre-choc démographique à cause de la tendance de l'épargne, de l'offre de travail et de l'évolution des

modes de consommation de populations vieillissantes. Le problème fondamental est de parvenir à réaliser une croissance forte dans les dix ou quinze prochaines années pour transférer du pouvoir d'achat dans la perspective de l'augmentation future du poids des transferts en faveur de la population inactive.

La formation de l'épargne-retraite est l'élément crucial du mode de régulation pour réaliser ce transfert réel de richesses dans le temps. Pour élever le rythme de croissance, le montant et surtout la nature des investissements productifs sont décisifs. En tant qu'actionnaires institutionnels, les investisseurs collectifs disposent de l'argent stratégique et du pouvoir de gouverner les décisions des entreprises qui engagent le long terme. Ces actionnaires sont donc les institutions qui établissent la médiation financière la plus importante pour le régime de croissance patrimonial. Il importe au plus haut point d'identifier le type de propriété du capital dont ces agents financiers sont porteurs.

Comme on l'a remarqué en décrivant les relations déterminantes du régime de croissance patrimonial, les actionnaires institutionnels détiennent des portefeuilles diversifiés d'entreprises, ne sont pas impliqués dans la gestion, mais se préoccupent de juger les entreprises en tant que capacité organisée de création de valeur. La question qui se pose pour le mode de régulation est la suivante. La nature de leur passif peut-elle réagir sur la manière dont les investisseurs institutionnels exercent la gouvernance, en sorte qu'ils contribuent à promouvoir une croissance respectueuse du progrès social ?

L'épargne contractuelle constitue les droits à retraite. Ceux-ci sont des droits acquis par les individus sur la société en contrepartie des services rendus au cours de la vie active. Ce n'est pas du profit capitalisé. La réalisation de ces droits pendant la durée de la retraite est la condition de la participation des bénéficiaires à la société civile, c'est le lien économique qui leur permet d'exercer les attributs de la citoyenneté. Il s'ensuit que les droits à retraite sont la contrepartie d'une dette sociale, une dette de la collectivité dans son ensemble à l'égard de ses membres. Les investisseurs institutionnels chez qui cette dette est déposée au passif ne sont donc pas des agents financiers privés, même s'ils ont le statut juridique d'entités privées. Car la propriété détenue à leur actif, en contrepartie d'une dette sociale, doit être considérée comme une propriété sociale. Les risques inhérents à la non réalisation des droits portés par cette propriété du capital sont des risques collectifs. De même que les banques font l'objet d'une réglementation spécifique parce qu'elles gèrent la monnaie à leur passif, de même les institutions qui sont dépositaires des fonds d'épargne-retraite doivent être placées sous une exigence d'équité et de sécurité collective.

Les systèmes financiers des sociétés salariales contemporaines subissent donc une transformation fondamentale, parce que les droits de propriété individuelle vont y être tendanciellement supplantés par des droits qui sont la contrepartie d'une dette sociale. Il va en résulter une évolution de la régulation

financière dans deux directions. La première est publique. L'État doit prescrire des conditions générales de mutualisation des risques, de transférabilité des droits, de prudence dans la gestion professionnelle des actifs. La deuxième concerne la prise en compte des intérêts des salariés-épargnants dans la gouvernance. Celle-ci ne va pas de soi parce que la relation principal-agent entre les gestionnaires de fonds collectifs et les épargnants individuels est affectée d'une asymétrie d'information extrême. Ceux-ci n'ont aucune possibilité d'évaluer la qualité des gérants dans des contrats de longue durée. Cela permet aux gestionnaires d'exploiter leur avantage à l'encontre des épargnants en prélevant des frais de gestion prohibitifs, en prenant des risques incompatibles avec la nature de l'épargne qui leur est confiée, dans les cas extrêmes en spoliant purement et simplement leurs mandants. La réaction à cette dangereuse dérive a été la concurrence. Mais celle-ci consiste à évaluer à très court terme les performances des fonds dans les marchés financiers. C'est alors le règne de la moyenne, des arbitrages incessants de portefeuille pour tenter de faire mieux que l'indice de performance des concurrents, des comportements moutonniers en période d'incertitude sur les mouvements des cours. Bref, c'est le court-termisme qui est encouragé, alors qu'il n'est pas efficace pour les placements d'une épargne contractuelle à long terme.

Il y a donc un argument sérieux pour la représentation collective des intérêts des mandants, dotée d'une capacité d'expertise qui réduise l'asymétrie d'information vis-à-vis des gestionnaires. C'est légitimement aux syndicats de remplir ce vide de médiation dans la dimension financière du rapport salarial. Il est de leur responsabilité de faire prévaloir des critères de performance qui aient du recul par rapport aux errements des marchés financiers. C'est un domaine décisif du mode de régulation pour redéfinir le progrès social d'une manière qui puisse être assimilée par le régime de croissance patrimonial.

#### GLOBALISATION ET RÉGULATION INTERNATIONALE

La globalisation a provoqué des transformations de grande ampleur dans la finance. On a déjà souligné la financiarisation des ménages. Le développement des patrimoines financiers a entraîné une exigence de rendement que les institutions financières ont cherché à satisfaire dans une concurrence accrue. Les gouvernements ont orchestré la déréglementation de la finance, voyant bien l'avantage qu'ils pouvaient tirer d'un financement non monétaire de leurs dettes publiques en forte progression. Ces nouvelles relations financières ont provoqué l'essor des marchés.

La libéralisation des systèmes financiers nationaux et l'intensification de leurs interdépendances grâce à la disparition, brutale ou progressive selon les pays, des contrôles sur les mouvements de capitaux, sont deux processus

indissociables de la globalisation. Ils proviennent des exigences de rendement de l'épargne côté offre, des besoins de financement des états et des entreprises mondialisées côté demande. L'intermédiation des marchés de capitaux a des implications macroéconomiques sur le système monétaire international (SMI) et des incidences microéconomiques sur les risques, qui ont elles-mêmes des conséquences systémiques. Les dysfonctionnements de la finance internationale posent donc un double problème de régulation monétaire et de régulation prudentielle.

### **Régulation monétaire souple et espaces régionaux**

Dans le dernier quart de siècle le système monétaire international est passé d'une configuration dirigée par les gouvernements à une autre mue par les marchés. En même temps la démonétisation de l'or a été poussée à son terme. Cette transformation a été ambivalente pour la régulation des flux internationaux qui englobent les pays dans une économie mondiale.

Du côté positif, on trouve la liquidité internationale délivrée de la dépendance vis-à-vis de la balance des paiements des États-Unis. Avec la disparition de l'étalon dollar instauré après la deuxième guerre mondiale, la liquidité internationale est déterminée par la demande. Offerte par de multiples sources bancaires et non-bancaires dans l'ensemble des devises convertibles, la liquidité répond aux plus bas coûts aux besoins des emprunteurs. En conséquence, la capacité d'endettement international a allégé les contraintes de balances de paiements. La soutenabilité de l'endettement extérieur a remplacé l'équilibre de la balance courante en tant que contrainte à long terme sur les économies nationales. En même temps, les taux de change flottants ont facilité les ajustements à des préférences de politique économique disparates. Les gouvernements ont donc gagné des degrés de liberté à la poursuite de finalités plus résolument tournées vers l'intérieur. Pour tous les pays non liés par des engagements monétaires régionaux et non auto-contraints par des accrochages unilatéraux de leurs taux de change, la globalisation leur a permis de nationaliser leur politique monétaire.

Du côté négatif, on a pu observer que les conditions d'accès des pays emprunteurs à la liquidité internationale ont été incertaines et discriminatoires. Lorsque des chocs macroéconomiques découlent d'objectifs nationaux incompatibles, la capacité d'endettement international les amplifient en retardant les ajustements. La concurrence des intermédiaires financiers internationaux est souvent excessive car aggravée par une mauvaise perception des risques. Il en résulte que la régulation des déséquilibres par les marchés financiers internationaux est chaotique. Des crises récurrentes de change et (ou) de balances de paiements ont éclaté à cause des changements brusques de perception du risque par les créanciers. Ceux-ci passent brutalement d'une

attitude de tolérance excessive à une autre de contrainte drastique et retardée à l'égard des pays débiteurs. Les sur-réactions des marchés aux changements de cap des gouvernements ou aux croyances que les politiques pourraient changer provoquent aussi des mouvements violents des prix des actifs financiers et surtout des taux de change. Il en résulte des vagues de spéculation déséquilibrante qui entraînent des distorsions prolongées des taux de change réel, donc de la compétitivité des pays.

On a ainsi de sérieuses raisons de penser que les marchés financiers internationaux ne sont pas autorégulateurs. Ils combinent des excès de réaction et des excès d'inertie. Car leur incapacité à coordonner les anticipations sur des fondamentaux bien définis les entraîne dans des équilibres conjuncturels fragiles. Mais les avantages macroéconomiques pour les grands pays des changes flottants et de la liberté des mouvements de capitaux sont tels, eu égard à la conduite de leur politique monétaire, qu'une réforme institutionnelle du SMI est improbable. Cependant le système peut évoluer et sa viabilité peut s'améliorer d'une manière pragmatique dans les interactions entre les marchés financiers internationaux et les autorités monétaires.

Un compromis doit être trouvé entre deux besoins potentiellement conflictuels. L'un est la flexibilité macroéconomique des ajustements entre les pays. L'autre est la prévisibilité des actions mutuelles des gouvernements pour mieux ancrer les anticipations des marchés. La flexibilité signifie l'aptitude à mettre en œuvre des ajustements souples de prix relatifs entre les pays pour absorber des chocs asymétriques et pour corriger des déséquilibres financiers dont l'accumulation dans le temps est insoutenable. La prévisibilité est l'adhésion à des principes mutuellement compatibles de politique monétaire, à la fois robustes et bien compris des marchés.

D'ores et déjà le SMI a beaucoup évolué avec l'étendue et l'intensité des interdépendances financières internationales. Le système s'éloigne de plus en plus de la centralisation sous l'égide d'une devise-clé en direction d'une multipolarisation monétaire plus diversifiée que l'hypothèse d'un système tripolaire qui avait cours dans les années quatre vingt. Cette multipolarisation est renforcée par la formation d'une union monétaire en Europe, mais aussi par les forces d'intégration qui conduisent à des espaces économiques régionaux en Amérique du Sud et en Asie de l'Est. Il est probable que les liens avec le dollar vont se desserrer et il est possible que des arrangements régionaux s'établissent dans ces zones parce que les bénéfices de l'intégration sont plus grands si les taux de change mutuels sont plus stables.

Entre les grandes monnaies du monde, présentes et futures, les taux de change flexibles vont demeurer la seule forme viable de régulation internationale. Mais la compatibilité entre prévisibilité et flexibilité peut être améliorée par une co-responsabilité des principales puissances financières. L'indépendance des banques centrales est une forme institutionnelle dont la

généralisation promet une doctrine d'autolimitation du pouvoir monétaire. Sa crédibilité est approuvée par les marchés et acceptée par les gouvernements. Un club de banques centrales hébergé à la BRI, réduit en Europe par l'avènement de l'euro, mais élargi à de nouvelles puissances monétaires, peut mieux que le FMI fournir le bien public international qu'est la gestion précoce et résolue des crises financières.

### **Régulation prudentielle et responsabilité systémique**

Les désordres financiers n'ont pas été limités aux perturbations macroéconomiques. Ils ont menacé des pans entiers des systèmes financiers. Les crises bancaires et les crises de marché se sont produites aussi bien dans les pays développés qu'en voie de développement ou en transition. Ces crises sont des épisodes fréquents d'instabilité dans les dynamiques financières déclenchées par la globalisation.

La sous-évaluation des risques est à l'origine de la formation de situations fragiles qui sont à la merci de chocs macroéconomiques ou de retournements de l'opinion des marchés. Plusieurs processus y mènent. En premier lieu le crédit pour acquérir des actifs financiers ou immobiliers dans l'espoir de plus-values. C'est du crédit contre collatéral qui donne aux prêteurs l'illusion d'être garantis. L'effet de levier du crédit nourrit une bulle spéculative dont ni la date du retournement, ni l'ampleur ne sont prévisibles. En second lieu, la déréglementation ouvre des opportunités dont les institutions financières qui étaient préalablement dans un environnement contrôlé ne connaissent pas les risques. En troisième lieu, les banques ont été victimes de la concurrence des marchés de titres. Elles ont dû rechercher de nouvelles activités profitables dans des métiers éloignés de leurs activités habituelles. Mais ces opportunités sont aussi plus risquées et leur assimilation par les banques entraîne des restructurations périlleuses. Lorsqu'elles deviennent fragiles, les banques sont les maillons faibles des systèmes financiers. Les interdépendances de réseau qui les relient et leur rôle dans les systèmes de paiements fait des banques les agents de propagation du risque de système.

Le risque de système se noue par l'interdépendance des risques élémentaires. Il découle d'un défaut de coordination des agents financiers privés devant l'incertitude. Dans les épisodes de crises financières qui se sont multipliés, on trouve des facteurs récurrents. Il y a des positions à risque prises pour spéculer sur les prix de certains actifs dont la variation des prix n'est pas limitée (bourse, immobilier, change, matières premières). Les ancrages de taux de change unilatéraux, notamment, sont des régimes propices aux attaques spéculatives. Les banques sont atteintes soit parce qu'elles ont financé ces positions, soit parce qu'elles sont les contreparties d'autres agents sur des marchés dérivés très sensibles à un accroissement brutal de la volatilité sur les marchés sous-jacents.

Ces marchés deviennent illiquides et provoquent des ventes de panique qui se répercutent sur des marchés similaires, les reports étant motivés par la fuite vers la qualité.

En résumé les crises financières sont des états qui résultent de l'interaction inintentionnelle des comportements privés par défauts de coordination. Ces défauts proviennent de structures financières fragiles à cause de la sous-évaluation des risques du crédit et de l'incertitude des marchés financiers. Les facteurs objectifs et la psychologie collective des agents financiers se mélangent dans le déroulement des crises.

Il est ardu de promouvoir une régulation prudentielle qui s'occupe à la fois de la prévention et de la résolution des crises. Cette régulation doit remplir plusieurs conditions. Elle ne doit pas porter atteinte à la globalisation financière, mais doit inciter les agents privés à maîtriser eux-mêmes les risques qu'ils prennent. Elle doit contenir le risque de système, tout en évitant de couvrir les pertes des agents qui ont mal évalué leurs risques individuels. Elle doit avoir une portée internationale, ce qui exige une coopération entre les autorités nationales de supervision financière.

Le tableau 2 décrit l'organisation de la régulation prudentielle en hiérarchisant les objectifs et en identifiant les institutions compétentes.

**Tableau 2**  
**Organisation de la régulation prudentielle**

Type de régulation	Nature des institutions
<i>Niveau 1 : régulation des marchés</i> Maintenir la liquidité des marchés en temps normal  Protéger les consommateurs	<i>Régulateurs de la concurrence</i> Chambres de compensation des marchés organisés. Grands intermédiaires privés internationaux des marchés de gré à gré <i>Agences publiques indépendantes</i>
<i>Niveau 2 : solvabilité des banques</i> Surveiller les ratios et superviser le contrôle interne	<i>Régulateurs prudentiels</i> Organismes indépendants de supervision bancaire et (ou) banques centrales
<i>Niveau 3 : traitement des crises</i> Résoudre les faillites bancaires Etouffer la contagion systémique	<i>Régulateurs systémiques</i> Organismes publics de résolution des faillites Banques centrales agissant en qualité de prêteurs en dernier ressort

La coopération internationale aux deux premiers niveaux découle des interdépendances tissées par la globalisation financière. Aucun superviseur individuel ne peut maîtriser les reports et les renforcements de risques qui se produisent au sein des groupes financiers multi-établissements et dans les contagions entre marchés. La tendance majeure dans la gestion du risque bancaire est l'élaboration des systèmes de contrôle interne des banques qui sont en train de supplanter les ratios de solvabilité. Introduisant le principe de l'auto-contrôle, ces systèmes ont l'avantage de placer la responsabilité prudentielle au



sein même des agents qui prennent les risques. Corrélativement le rôle des superviseurs est moins de dicter des prescriptions que d'évaluer la qualité des systèmes de contrôle. C'est l'exercice d'une supervision déléguée exigeant d'investir dans des compétences nouvelles et de nouer avec les banques des relations interactives plutôt que hiérarchiques.

La coopération entre les régulateurs prudents pour parvenir à une supervision globale est requise pour les grandes banques internationales qui sont les intermédiaires des marchés dont dépend l'offre de liquidité dans le SMI. La place logique de cette coopération est la BRI qui abrite le comité des superviseurs nationaux de toutes les grandes banques mondiales. Comme la BRI est aussi le cœur du réseau des principales banques centrales, l'articulation de la régulation prudentielle et de la régulation systémique peut y être réalisée. Elle pourrait se faire sur la base d'un schéma de notations approfondies et non publiques, assorties d'actions correctives précoces lorsqu'une dégradation est décelée.

Enfin le besoin d'un prêteur en dernier ressort international doit être affirmé avec force. Lorsque des marchés financiers sont saisis par la contagion sous l'empire d'une crise de liquidité, le prêteur en dernier ressort est la seule institution capable de rétablir le fonctionnement normal des marchés. Le couplage du prêteur en dernier ressort et d'une supervision bancaire forte permet d'impliquer les grandes banques dans les opérations de soutien des marchés.

Le prêt en dernier ressort est une fonction spéciale qui est un attribut de l'institution dépositaire de la souveraineté monétaire. Elle est donc discrétionnaire et préserve une ambiguïté constructive contre l'aléa moral. Sa finalité est de rétablir la confiance, c'est-à-dire un rapport éminemment collectif. Aussi ses opérations ne sauraient être prédéterminées et annoncées dans leurs montants.

Parce que l'espace monétaire mondial n'est pas unifié, le prêteur en dernier ressort international ne peut être une instance supranationale. Il doit demeurer dans le domaine de la coresponsabilité des banques centrales les plus concernées par l'apparition du risque systémique dans un contexte donné.

Toutefois l'ouverture du compte de capital de la balance des paiements, assortie de la modification des statuts du FMI pour en faire une obligation de tous les pays adhérents, transformerait le système monétaire international. Toutes les monnaies nationales devenant intégralement convertibles seraient soumises à la concurrence des devises. Or ce processus est instable s'il est laissé au marché sans être inscrit dans des règles précises. La vulnérabilité aux crises de liquidité serait démultipliée et on peut douter que la coopération de quelques banques centrales suffise à les maîtriser. Une forme de liquidité supérieure exprimée dans une monnaie serait sans doute nécessaire. Comme le rétablissement de la règle contraignante de l'étalon-or est hors de question,

l'extension au niveau international de l'organisation monétaire hiérarchisée, caractéristique des systèmes monétaires modernes, finirait probablement par s'imposer. Cela signifie que le FMI devrait assumer pleinement la fonction de prêteur en dernier ressort international et deviendrait l'embryon d'une banque centrale pour la globalisation financière conduite jusqu'à son stade ultime.

### **Bibliographie**

- AGLIETTA M. (1997), *Régulation et crises du capitalisme*, nouvelle édition augmentée d'une postface, Odile Jacob, Paris.
- BOYER R., SAILLARD Y. eds. (1995), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, La Découverte, Paris.
- BRENDER A. (1996), *L'impératif de solidarité. La France face à la mondialisation*, La Découverte, Paris.
- COHEN D. (1997), *Richesse du monde, pauvreté des nations*, Flammarion, Paris.
- EICHENGREEN B. (1996), *Globalizing Capital*, Princeton University Press.
- FITOUSSI J.-P. et ROSANVALLON P. (1996), *Le nouvel âge des inégalités*, Le Seuil, Paris.
- THÉRET B. ed. (1995), *L'État, la finance, le social*, La Découverte, Paris.