

La globalisation financière va-t-elle réduire la diversité des capitalismes ?

Jean Paul POLLIN
Cercle des économistes

Même à « la fin de l'Histoire », après l'effacement des systèmes socialistes, le capitalisme continue à se définir par la forme de propriété des moyens de production et d'échange. En conséquence ? on doit considérer que ce qui différencie « les » capitalismes c'est la façon dont ils organisent le partage des droits de propriété, c'est-à-dire le pouvoir de décision économique et la distribution des revenus résiduels (au-delà des engagements contractuels). En d'autres termes, c'est le poids dont dispose chaque acteur ou groupe d'acteurs impliqué dans le processus de production : apporteurs de capitaux, salariés, autres « parties prenantes ».

Cette façon de comprendre la diversité des capitalismes va nous amener, d'abord, à évoquer les différences existantes entre les systèmes de financement et de gouvernance, puis à considérer le rôle de la globalisation dans leurs transformations actuelles et/ou à venir, et enfin à envisager les implications qu'elles pourraient avoir sur les autres dimensions institutionnelles des systèmes économiques et sociaux.

I - Des systèmes financiers et de gouvernance encore bien différenciés

Les caractéristiques d'un système financier déterminent le pouvoir des apporteurs de capitaux dans l'entreprise. Car l'importance et les modalités de ce pouvoir s'inscrivent notamment :

- Dans le type d'apport financier, ou la nature des contrats. L'apport en fonds propres et le prêt ne confèrent évidemment pas les mêmes droits de propriété. On pourra même s'étonner que l'on parle de droit de propriété à propos de contrats de dette. Mais il n'y a pas là d'abus de langage puisque les créiteurs ont la possibilité de prendre des garanties sur les actifs et donc de les soustraire à l'entreprise et de se les réapproprier en cas d'insolvabilité. De même qu'ils ont la possibilité, du moins dans certains pays, de prendre la direction de la firme lorsque celle-ci est incapable de faire face à ses engagements. C'est pourquoi, le contenu des contrats de dette (les garanties, la maturité, les clauses optionnelles...) est également important, puisqu'il définit les contraintes qu'imposent les créiteurs.
- Dans les formes de contrôle qu'exercent les apporteurs de capitaux sur les décisions de l'entreprise. Parce que le contrôle par les marchés, c'est-à-dire par les prix ou par l'éventualité d'OPA, n'est pas de même nature et n'a pas les mêmes conséquences que le contrôle intermédié. Dans ce dernier cas, la relation à l'entreprise est bilatérale et hiérarchique ; elle laisse place à la négociation, l'échange d'informations informelles et elle se valorise dans la durée. Tandis que les relations de marché sont anonymes, décentralisées ; pour cette raison elles n'autorisent aucun engagement durable et se fondent sur des informations quantifiables ou du moins publiquement communicables. Or ces différences sont importantes en ce qui concerne l'horizon de décision de l'entreprise, ses réactions aux aléas de l'environnement, ses possibilités de négociation avec les autres parties prenantes...
- Dans l'identité et les caractéristiques des investisseurs. Parce que leurs comportements et leurs exigences vis-à-vis de l'entreprise peuvent être très différents : les investisseurs individuels, les fonds de placement (qu'il faudrait distinguer selon leur style de gestion), les fondations... n'ont pas les mêmes

opportunités d'arbitrage, le même horizon, le même poids dans le contrôle de l'entreprise. Par définition, la banque de relation n'entretient pas non plus les mêmes apports avec la clientèle que la « banque à l'acte ».

En ce sens les oppositions souvent faites entre système « bank oriented » vs « market oriented », ou entre le modèle « rhénan » vs « anglo saxon » sont à la fois utiles et trop sommaires. Elles sont utiles parce qu'elles permettent d'illustrer, quitte à caricaturer, une opposition radicale entre un système financier dans lequel le contrôle est exercé par les prix de marchés, par des investisseurs dispersés soucieux de rentabilité à court terme, et un système dominé par des intermédiaires financiers nouant avec les entreprises des relations de contrôle direct et respectueux du long terme. Mais les classifications sont en même temps très insuffisantes, parce que le partage entre marché et intermédiation est devenu de plus en plus flou, les banques étant impliquées dans l'un et dans l'autre. Et surtout, ce clivage ignore toutes les différences qui peuvent exister dans l'organisation des marchés et des institutions financières, car les conditions de détention des titres par exemple, change complètement le rôle des marchés. Le contrôle indirect, par les prix s'exerce principalement lorsque le capital est dispersé entre un grand nombre de porteurs. Au contraire, s'il est concentré entre les mains d'un petit nombre d'investisseurs, ceux-ci sont à même de contrôler directement les décisions de la firme : on est alors dans une forme de gouvernance proche de celle qu'exercent les intermédiaires financiers. De même que le comportement des banques est évidemment conditionné par le contexte dans lequel elles opèrent. Notamment la structure de marché, c'est-à-dire, l'intensité de la concurrence affecte les relations que les institutions financières nouent et entretiennent avec les entreprises.

Or si l'on prend en considération tous ces aspects, il apparaît encore des différences importantes entre les systèmes financiers et de gouvernance nationaux. On peut en donner quelques exemples qui sont bien loin d'épuiser la richesse de cette diversité :

- D'abord, le développement des marchés financiers apprécié par la capitalisation boursière rapportée au PIB, se situe aux alentours de 150 % dans les pays anglo-saxons, tandis qu'elle ressort environ à 70 % en France, près de 60 % aux Pays Bas et entre 40 et 50 % en Allemagne et en Russie. Mais surtout, la détention de ces titres est très différente d'un pays à l'autre : dans les pays anglo-saxons il s'agit d'un actionnariat dispersé (surtout au Royaume Uni) constitué principalement d'investisseurs institutionnels. En Suède, on note l'importance des fondations (en particulier trois fondations de la famille Wallenberg). Les participations croisées sont particulièrement importantes en Italie et le capitalisme familial est déterminant en France mais aussi en Asie... Enfin, l'Allemagne associe à une importante concentration du capital (par les pyramides de participations et par l'implication des institutions financières) la singularité du modèle de cogestion.
- D'autre part, la structuration des systèmes bancaires, c'est-à-dire les niveaux de concentration (ou encore de concurrence), le statut des établissements et la gamme de leurs opérations, restent hétérogènes entre les pays. Et cela se traduit par un poids bien différent dans le financement et la gouvernance des entreprises. En Allemagne, ce poids est particulièrement fort : les banques entretiennent des relations de long terme avec les entreprises et financent largement les PME. De plus, le principe de banque universelle permet une implication des institutions financières dans la gouvernance des entreprises. Au Japon, la « banque principale » unique conduit, également, à une liaison étroite entre les établissements de crédit et l'industrie. Tandis que la situation est toute différente dans les économies anglo-saxonnes, dans lesquelles les relations entre banques et entreprises sont à la fois moins importantes et moins stables.

II - Les canaux de la convergence financière

Il n'empêche que dans un certain nombre de pays les particularités des systèmes financiers et de gouvernance semblent mises en difficulté, et on évoque de plus en plus fréquemment l'idée d'une convergence de toutes les formes de capitalisme vers le modèle anglo-saxon. Dans les économies d'Europe Continentale la concentration du capital, et plus encore du contrôle des firmes, est remise en cause par une plus grande dépendance vis-à-vis des marchés financiers, l'intervention de nouveaux acteurs (des fonds d'investissement capables de déstabiliser la structure du capital), l'harmonisation des règles de gouvernance (protection des actionnaires minoritaires, composition des conseils d'administration...). De même que les transformations des systèmes bancaires ont tendance à affaiblir les relations entre institutions financières et entreprises. De façon plus générale, disons que le « capital patient » se contracte à mesure que les opportunités qui lui offertes se trouvent accrues et que les contraintes exercées par les marchés financiers le rendent plus fragile.

Dans tous les cas, ces nouvelles exigences de valorisation du capital entraînent une rupture des compromis entre les « parties prenantes » de l'entreprise. Plus précisément, elles s'interprètent comme un déplacement du partage des droits de propriété et de leurs conditions de contrôle au profit des apporteurs de capitaux. En l'occurrence, cela ne se traduit pas principalement par une modification de la distribution des revenus, car celle-ci dépend plutôt à terme de la productivité des facteurs. C'est plutôt que les décisions de la firme (l'allocation de ses ressources, mais aussi les ajustements de court terme) sont prises en pondérant plus fortement la rentabilité observée et anticipée du capital. Dès lors, les relations des autres parties prenantes (et tout spécialement des salariés) à l'entreprise sont ramenées à de simples engagements contractuels qui les rendent plus éphémères. Cela permet à l'entreprise des réactions plus amples et plus rapides, mais dans le même temps cela lui ôte le bénéfice de solutions négociées (des formes de coordination plus riches et plus paisibles), et cela rend moins incitatif les investissements spécifiques des autres parties prenantes.

A ce stade il est difficile de faire un bilan des coûts et avantages de cette éventuelle convergence, et rien ne démontre qu'elle soit favorable à l'efficacité du système économique. Car la création de valeur, au sens large, ne s'identifie pas avec la maximisation de la rentabilité du capital, surtout si celle-ci est principalement appréciée sur le court terme. Le risque majeur lié à la prédominance des critères financiers est d'ailleurs celui d'un raccourcissement de l'horizon de décision des firmes. C'est cela qui est essentiellement en jeu dans les critiques de la financiarisation de l'économie.

Cette montée du pouvoir actionnarial a, sans doute, des causes multiples. En particulier, le développement des fonds d'investissement est lié largement aux difficultés rencontrées par les régimes de retraites, c'est-à-dire à des phénomènes démographiques. Mais à l'évidence, la globalisation financière a, au moins amplifié, sinon totalement déterminé, ces évolutions. Et cette influence est passée par deux principaux canaux :

- L'activisme actionnarial a été naturellement stimulé par l'internationalisation des flux de capitaux. Le poids des fonds en position d'arbitrage et donc capable d'imposer aux entreprises leurs critères de décisions s'en est trouvé directement accru. D'autre part, le comportement de ces fonds en situation de concurrence est largement court termiste. Car la masse des capitaux qui leur sont confiés dépend de leur performance observée, ce qui ne leur laisse guère la possibilité de développer des stratégies de placement à long terme. Il existe, bien sûr, des exceptions, mais les contraintes de la gestion déléguée, ajoutées à la vigueur de la concurrence induit une homogénéisation des comportements et une focalisation sur les résultats à court

terme. Ce sont ces critères qui se trouvent alors transposés dans l'orientation des décisions de l'entreprise.

- Le système bancaire a, lui-même, subi une évolution de son comportement. D'abord parce que les nouvelles formes de gouvernance se sont aussi imposées aux institutions financières, ce qui signifie que celles-ci sont désormais soumises à de nouvelles contraintes de rentabilité. Ensuite, parce que la concentration du secteur dans un contexte d'accentuation de la concurrence a, sans doute, fragilisé les relations de long terme entre banques et entreprises. Enfin, parce que les normes comptables et la réglementation prudentielle, définies au niveau international, ont eu tendance à homogénéiser les comportements bancaires en les rapprochant du modèle anglo-saxon. La comptabilité en valeur de marché rend évidemment les performances plus sensibles aux mouvements de court terme, ce qui réduit les possibilités de lissage des conditions de financement : en un sens cela conduit les intermédiaires financiers à mimer les comportements de marchés. De la même façon, la réglementation des fonds propres incite les banques à une tarification à l'acte qui laisse moins de place aux péréquations intertemporelles ou aux subventions croisées entre emprunteurs.

III - De la convergence financière à celle des capitalismes

Cela étant, les transformations du « cœur financier » des capitalismes nous intéressent surtout, parce qu'elles affectent les autres dimensions de l'organisation économique et sociale. Dans la pyramide des contrats explicites ou implicites qui composent cette organisation, les relations financières ont probablement un caractère structurant. Ce qui est en jeu dans l'effet de la globalisation ce n'est donc pas tant le rapprochement des systèmes financiers et de gouvernance qu'elle provoque, c'est plutôt la convergence globale des systèmes économiques et sociaux qu'elle est susceptible d'induire.

La littérature sur la diversité des capitalismes insiste, à juste titre nous semble-t-il, sur le principe de complémentarités institutionnelles. Il s'agit des interdépendances entre les normes, les règles, les contrats qui encadrent les jeux des acteurs économiques. Et elles se définissent par le fait que « l'existence (ou l'efficacité) d'une institution accroît les rendements (ou l'efficacité) de l'autre »¹. La présence de ces externalités influe sur le fonctionnement de l'organisation prise dans son ensemble. De sorte que, l'efficacité mais aussi la pérennité d'un système économique et social, dépend de la cohérence entre les différentes institutions qui le constituent. Plusieurs exemples peuvent en être donnés :

- Considérons, tout d'abord, l'articulation entre le système financier et le type de fonctionnement du marché du travail (lui-même dépendant de la protection de l'emploi, de l'assurance chômage, de la législation du travail...). Un modèle de gouvernance de type « shareholder » (un système financier dominé par les marchés) s'accorde mieux avec un marché externe du travail actif, une forte mobilité des emplois, une protection moins restrictive du travail... Car le maintien de la rentabilité, y compris à court terme, suppose une flexibilité plus forte de l'emploi, ce qui suppose que les salariés disposent « d'options de sorties » (une probabilité de retrouver un emploi) plus importantes. Tandis qu'un modèle bâti sur des relations plus stables entre les salariés et l'entreprise (un modèle de type « stakeholder ») implique, au contraire, des formes de financement qui s'inscrivent sur le plus long terme, offrant des marges de manœuvre pour lisser les fluctuations de la rentabilité.

¹ cf. p. 17 de l'Introduction de « Varieties of Capitalism » P. HALL et D. SOSKICE (ed) Oxford University Press, 2001

A cela, il faut ajouter que la stabilité de l'emploi dans l'entreprise nécessite des politiques de formation qui permettent la mobilité interne et le renouvellement des compétences. En d'autres termes, il faut accompagner les investissements spécifiques que réalisent les salariés au sein de la firme.

- Ces idées se transposent aisément au niveau des relations inter-entreprises. C'est même là que se situe le principe de la distinction proposée par P. HALL et D. SOSKICE entre les « économies libérales de marché » et « les économies de marché coordonnées ». Dans le premier cas, les relations entre firmes s'opèrent principalement par les marchés et sont régies par des contrats explicites. Tandis que dans le second, ces relations sont plus coopératives, elles se traduisent par la constitution de réseaux, la mise en commun de certaines fonctions (dans la recherche en particulier), des collaborations durables fondées sur des contrats implicites... Or, ces deux types d'économies appellent des systèmes financiers et de gouvernance bien différents. Car l'existence de relations durables entre firmes s'accommode mal d'une logique financière court termiste. De même qu'en présence de contrats implicites, donc incomplets, il faut que les parties prenantes aient l'assurance que leurs intérêts seront préservés, ce qui revient à leur donner des droits de propriété.
- Dans un ordre d'idée assez différent, on peut dire que les contrats entre générations qui sous tendent les régimes de retraites façonnent également le système financier. Parce qu'une économie, où prédomine un système de retraites par capitalisation, a besoin d'un marché financier développé et probablement d'une bonne protection des actionnaires minoritaires. En l'absence d'une liquidité et de garanties suffisantes, les fonds de pension ne peuvent investir en toute sécurité. S'il existe des risques d'expropriation par les dirigeants ou les actionnaires minoritaires, le capital se concentre entre les mains de détenteurs de blocs de contrôle et le marché se rétrécit. Au contraire, un régime de retraite par répartition s'accorde mieux avec un système intermédié et/ou une concentration du capital.
- Enfin, il existe naturellement une interdépendance entre la structure productive d'une économie et son système financier. On comprend bien que le financement et le contrôle des entreprises en croissance doivent être différents de ceux des entreprises matures : la nature des asymétries d'information et les conditions de leur réduction sont très dissemblables dans l'un et l'autre cas. De même que, selon le stade de développement auquel on se situe, le type d'activités qui composent le tissu industriel ou les technologies mises en œuvre, les structures financières ne peuvent être identiques. Les marchés sont peut être plus efficaces que les intermédiaires financiers dans les phases de redéploiement, lorsque l'incertitude technologique est plus contraignante que la réduction des conflits d'intérêt entre parties prenantes. Parce que les marchés permettent, à la fois, de réallouer plus rapidement le capital et d'agréger des opinions ou des informations hétérogènes d'origines diverses. Alors que les institutions financières, surtout dans un système bancaire concentré manifestant plus d'inertie, sont dépendantes des appréciations de quelques décideurs et ont une moindre capacité à prendre certains types de risque.

Dès lors, on peut soutenir que c'est moins la globalisation financière que la transformation de la structure productive (spécialement dans les économies développées) qui est à l'origine de la convergence des systèmes financiers et finalement des capitalismes. Ce serait donc la nécessité de créer un environnement financier porteur d'innovations radicales, permettant de se situer sur « la frontière technologique » qui expliquerait cette recherche commune de formes de gouvernance offrant à la firme les incitations et la flexibilité utiles à ses réallocations stratégiques. De sorte que, la convergence vers le modèle anglo-saxon (où prédominent les marchés et orienté vers la création de valeur actionnariale)

serait un gage d'efficience accrue. Ce modèle constituerait une nouvelle « fin de l'Histoire », simplement parce qu'il serait le meilleur, au moins pour des économies développées².

Ce point de vue a sa cohérence et la force de sa simplicité ; mais il est aussi très discutable. D'abord, parce que l'on sait qu'il est possible de financer et de développer les mêmes activités, de mettre en œuvre les mêmes techniques de production, selon des modalités bien différentes. Il n'y a donc pas de correspondance stricte entre la structure productive ou le niveau de développement et la forme des systèmes financiers : cette interdépendance existe, mais elle peut prendre des aspects complexes. Ensuite, parce que la focalisation sur les innovations radicales ne constitue pas la seule source d'avantage comparatif pour une économie développée ou non. Dans certains cas, la maîtrise de technologies plus traditionnelles, ou le positionnement sur des activités plus matures peut être une voie de développement tout aussi efficace. Les performances de l'économie allemande en donnent une bonne illustration. Enfin, parce que l'innovation ne prend pas les mêmes formes selon les secteurs, et ce qui a pu être vrai pour les technologies de l'information et de la communication ne se transpose pas forcément aux biotechnologies. Le temps de maturation n'est pas le même dans les deux cas, de sorte que la mobilisation du capital et la gouvernance ne s'opèrent pas de la même façon. On a, sans doute, tiré des conclusions très excessives du financement de l'Internet aux Etats-Unis. L'innovation n'a pas seulement besoin de flexibilité dans l'allocation du capital, elle a aussi besoin de temps et de stabilité. De plus, la flexibilité n'est pas le propre des marchés, elle peut aussi s'organiser à l'intérieur de l'entreprise. De même que les marchés ne sont pas le seul lieu de coordination, dans bien des cas, celle-ci s'opère de façon plus efficiente dans le cadre d'institutions, de réseaux, de relations informelles...

IV - Quelles conséquences pour les choix de société ?

Il y a derrière ces échanges d'arguments, des conceptions radicalement différentes de l'origine et des conséquences de la possible convergence des capitalismes. Et ces conceptions débouchent sur des conclusions politiques totalement opposées. Car de deux choses l'une :

- Ou bien, on pense qu'un système financier dominé par les marchés et une gouvernance privilégiant la valeur actionnariale, sont les mieux adaptés au stade actuel de développement du capitalisme, au type de croissance qui le caractérise... Ou bien encore, on considère que les systèmes financiers et de gouvernance (ou certains d'entre eux) ont convergé (ou vont le faire) de façon irréversible vers le modèle anglo-saxon, sous la contrainte de la globalisation (ou de tout autre phénomène). Alors, dans l'un et l'autre cas, la solution consiste à mettre en adéquation les autres composantes du système économique et social avec la logique de son « cœur financier ». C'est-à-dire, qu'il faut promouvoir une plus grande flexibilité dans le fonctionnement des marchés du travail, des biens et des services. Plus précisément, il faut permettre des ajustements de l'emploi plus rapides (quitte à sécuriser les situations individuelles), favoriser la concurrence (en particulier dans les secteurs protégés), renforcer la protection des créiteurs et des actionnaires minoritaires... Et sans doute, éviter que les interventions publiques ne viennent interférer la fixation des prix et des revenus ou l'allocation des ressources. En bref, il s'agit de s'en remettre à une vision libérale du fonctionnement de l'économie.
- Ou bien, au contraire, on pense qu'il est possible et souhaitable de préserver une diversité des systèmes économiques et sociaux. Parce qu'il n'y a pas de raison de

² C'est ce point de vue qui est par exemple développé par H. HANSMANN et R. KRAAKMAN dans leur article « The End of History for Corporate Law » in « Are Corporate Governance Systems Converging ? » J. GORDON et M. ROE (ed) University of Chicago Press, 2003.

sacrifier des particularités qui traduisent des préférences politiques et culturelles, et qui s'inscrivent dans une histoire coûteuse à remettre en cause. Auquel cas, il faut trouver les moyens pour éviter que la globalisation financière ne détruise la cohérence des modèles concernés en imposant un système financier dont la logique est contradictoire avec les autres dimensions institutionnelles. Il faut alors mettre à l'abri, la gouvernance des entreprises par rapport au jeu des marchés, par exemple en développant l'actionnariat salarié ou les capitaux susceptibles de rester durablement investis (on pense, en particulier, aux fonds de pension publics). Il faut, aussi, s'efforcer de réguler les acteurs et les opérations capables de déstabiliser les logiques industrielles de long terme. Il faut, enfin, réserver une place plus grande à l'intervention publique dans son rôle de stabilisation macroéconomique.

Cette opposition de points de vue recouvre donc des choix politiques majeurs. Car, si on laisse la convergence financière aller jusqu'à son terme, il semble difficile de préserver la diversité des systèmes économiques et sociaux. Jusqu'à présent, il n'a pu être démontré empiriquement que cette diversité devait fatalement se réduire sous l'influence d'impératifs technologiques ou économiques. Si cela reste vrai, il n'y a aucune raison de laisser les forces de la finance détruire des modèles exprimant des préférences collectives dissemblables.