

CONTENU

CONTENU.....	1
PRESENTATION.....	2
INTRODUCTION.....	3
FINANCE VERSUS TECHNOLOGIE.....	5
PRODUCTION OU CIRCULATION DE LA VALEUR ?.....	7
INVESTISSEMENTS, PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL ET IT.....	8
LA CRISE CYCLIQUE REFAIT SURFACE.....	10
Symptômes de crise.....	10
Surcapacités productives partout.....	11
« La récession des profits ».....	14
Dévalorisation du capital et rétrécissement du crédit.....	16
1°) Krach boursier rampant.....	16
2°) Pénurie de capital-risque.	17
Fonds levés aux Etats-Unis au moyen du capital-risque.....	17
Trimestre.....	17
3°) Stagnation des prêts bancaires.....	17
VERS UN KRACH OBLIGATAIRE PRIVÉ DE GRANDE AMPLEUR ?.....	19

PRESENTATION

Depuis plusieurs années, on nous rebat les oreilles sur la « nouvelle économie » tant pour la présenter comme le stade supérieur du capitalisme, enfin affranchi de la production matérielle, que pour la vouer aux gémonies de la nouvelle horreur du capitalisme. Dans les deux cas, il s'agit de la même incompréhension de la nature même du capitalisme qu'elle ait pour but de l'encenser ou de préparer des réformes.

Le texte a donc un double but :

- Analyser concrètement, cette « nouvelle économie » alors qu'elle rentre en crise de façon bien traditionnelle selon les schémas classiques de Marx,
- Remettre sous les feux de l'actualité l'analyse et la critique faite par Marx du mode de production capitaliste.

Le texte est arrivé à maturité, c'est pourquoi nous le livrons à la critique des camarades sous forme de document de travail. Critique dont nous tiendrons compte dans la publication d'un prochain numéro de la revue MOUVEMENT COMMUNISTE.

Partant du constat que La « nouvelle économie », happée par sa première crise, accélère le déclin de l'idéologie passagère de la fin des cycles industriels, ce document de travail comprend six parties :

- ◆ La présente présentation,
- ◆ L'introduction au problème,
- ◆ L'opposition finance/technologie,
- ◆ L'étude de la production et de la circulation de la valeur,
- ◆ L'impact des nouvelles technologies de l'information sur les investissements et la productivité du travail,
- ◆ Les symptômes du retour de la crise cyclique,
- ◆ Les tendances à un krach obligataire.

Il est évident que la nature ardue même de ce travail peut rebuter le lecteur mais c'est le prix à payer pour accéder à la compréhension, loin des faux semblants et des idéologies, du fonctionnement du capitalisme donc des conditions qui peuvent rendre possible sa disparition.

L'ampleur du travail impose de publier le texte en deux fois. La deuxième étape de ce travail provisoire traitera des moyens anti-cycliques mis en place par le capitalisme américain et des conséquences internationales de la crise de l'aire nord et centre-américaine.

Les illusions savamment entretenues et répandues à l'envi par certains thuriféraires du capital d'un bouleversement radical des cycles économiques de l'accumulation par la généralisation de l'emploi des nouvelles technologies de l'information dans l'ensemble des compartiments de l'activité marchande se dissipent à vive allure. Le retour de la vérité du cycle du capital, c'est-à-dire la crise de la valorisation, fait justice de l'idéologie du développement économique sans fin. Les systèmes des technologies de l'information élargissent à des nombreuses séquences de la production sociale les modes opératoires du taylorisme, de la production mécanisée en masse des marchandises. L'usine taylorisée est de plus en plus le paradigme du rapport social du capital.

INTRODUCTION

S'atteler à l'analyse marxiste de ce nouveau « concept » de l'économie vulgaire du capital n'est certes pas chose aisée. Pour deux ordres de raisons. Premièrement, parce que sa réalité est encore loin de s'être pleinement déployée. Ses potentialités demeurent largement inexploitées. Deuxièmement, parce que, si sa finalité lénifiante n'échappe plus au plus grand nombre, il recèle néanmoins un ample spectre d'activités économiques soudées entre elles uniquement par le « concept » lui-même. Ce dernier, souvenons-nous, avait été élaboré en début de la dernière décennie du siècle à partir du dénominateur commun entre expressions particulières du processus social de valorisation du capital fondé sur une base technique unique : les nouvelles technologies de l'information (Information Technologies – IT).

A leur tour, celles-ci - contrairement à un passé récent (les années '80) - ne se conçoivent pas séparément au développement des télécommunications. « *La révolution de la puce [électronique NdR] (avec ses dérivés : ordinateurs PCs, téléphones cellulaires ou Internet) est ainsi placée par beaucoup (à l'instar de W. Michael Cox, chef économiste de la Réserve Fédérale de Dallas et l'un des prophètes de la croissance économique outre-Atlantique) comme l'exact pendant de l'usage élargi de l'électricité et de la déclinaison des inventions qui se sont succédé depuis un siècle. A une différence près toutefois : la diffusion beaucoup plus rapide de ces inventions. 46 ans ont été nécessaires pour qu'un quart des ménages américains soient raccordés à l'électricité (inventée en 1873). Il en a fallu 35 pour le téléphone (1876) et 55 pour l'automobile (1886), puis 22 pour la radio (1906) et 26 pour la télévision, mais 30 encore pour le micro-onde (1953). Dans la nouvelle génération, l'ordinateur PC (1975) n'aura mis que 16 ans pour se diffuser au quart des ménages américains, le téléphone cellulaire (1983) que 13 ans et l'Internet 7 ans* », explique Vincent Lahuec, économiste auprès du Crédit Agricole.

L'impact de ces importantes transformations technologiques sur la production et la productivité du travail est d'autant plus important que leur diffusion est concentrée dans le temps. « *Ces progrès rapides sont probablement à l'origine (ou tout au moins permettent) la forte croissance de la productivité enregistrée aux Etats-Unis depuis les années 1994-1995* », avance non sans fondement l'économiste français. Grâce surtout aux IT, « *la production moyenne horaire des entreprises privées américaines a progressé de 2,2% par an sur la période 1996-1998, un pourcentage qu'on n'avait pas rencontré depuis les années '60* », assène Karl Whelan, économiste de la division de la recherche et des statistiques de la Réserve fédérale américaine, dans son importante étude *Ordinateurs, obsolescence et productivité* datée de février 2000.

Entre 1996 et 1998, « *la productivité du travail aux Etats-Unis a crû de 2,15% par an, un point pourcentage tout rond de plus en moyenne annuelle que durant les vingt-deux années précédentes. 73% de ce point pourcentage supplémentaire relève directement ou indirectement de l'introduction de l'informatique dans le procès de travail* », précise-t-il. Comme d'usage dans le cadre de la domination du mode de production capitaliste, ce processus se caractérise sur un plan général par « *l'accélération de la substitution du capital au travail* », selon la définition canonique de l'économie politique¹. C'est-à-dire, d'après la théorie du prolétariat révolutionnaire, une nouvelle répartition du capital investi davantage défavorable au travail vivant par rapport au travail cristallisé finalisée à l'augmentation de la productivité du travail vivant. « *La 'nouvelle économie' se limite donc à un choc technologique favorable dans la fabrication de biens de capital, qui, par la baisse induite de prix, se diffuse sur la productivité du travail des autres secteurs grâce à un stock de capital bien plus important* », synthétisent Evariste Lefeuvre et Pierre Sicsic, économistes auprès de CDC Ixis Capital Markets, dans l'étude *Nouvelle technologie et productivité aux Etats-Unis* du 18 juillet 2000.

Michael J. Mandel et Robert D. Hof, économistes et journalistes de *Business Week*, livrent une définition à la fois complète et synthétique des IT et de leur environnement de l'Internet : « *En tournant le dos aux savantes palabres, au total, l'Internet est un instrument qui abaisse de façon significative le coût de la communication. Cela signifie qu'il peut modifier radicalement tout secteur industriel ou d'activités qui dépend lourdement du flux d'informations. ... Cela se traduit par une réduction impressionnante des coûts de transactions à la fois pour les consommateurs finaux que pour les sociétés. L'Internet peut également accroître la coordination aussi bien au sein d'une société qu'entre différentes sociétés, tout en leur fournissant un contact direct avec les clients* ». Les deux économistes cèdent en suite la parole à un connaisseur, Brian P. Kelley, vice-président de l'ensemble des services-client de Ford Motors Co.

D'après ce dernier, « *la réalité est que le e-business [activité marchande menée à l'aide des technologies de l'information NdR] est un moyen terrifiant pour réduire les coûts, est un outil terrifiant pour aider les entreprises à approcher le consommateur, est un moyen terrifiant qui va pousser les firmes qu'on dit appartenir à l'« économie ancienne » à l'intégrer à leurs procès de production courants* ». Stephen Roach, chef économiste auprès de la banque d'affaires américaine Morgan Stanley Dean Witter qui appartient au camp des sceptiques eu égard des prérogatives de la diffusion des IT, dans son commentaire intitulé « *En défense de la Nouvelle Economie* » du 14 mai 2001, avance cinq arguments « défensifs » principaux.

¹ « *La substitution entre facteurs de production n'est pas une nouvelle économie* », rappelle adroitement Patrick Artus.

Les voilà :

- 1) « La première génération des applications Internet a simplement accru la connectivité, la capacité de rendre le monde plus petit, plus facilement atteignable. Cette connectivité accrue a entraîné une transparence supplémentaire dans les transactions commerciales couplée avec une dissémination additionnelle d'informations utiles et riches. Mais ces effets ne sont, pour l'essentiel, pas différents de ceux produits par l'amélioration de toutes sortes d'infrastructures classiques. Ce n'est certes pas une mauvaise chose, mais on est loin de la Révolution que l'Internet était supposé faire. ... Sur le plan des conséquences économiques mesurables, les apports de l'Internet ont généralement des impacts majeurs au niveau des infrastructures que sur celui de la chaîne de création de la valeur ».
 - 2) « La nouvelle économie exalte la sous-traitance, la capacité des entreprises et des nations d'étendre et de développer les chaînes de l'offre bien au-delà des contours économiques traditionnels. ... Cela a permis de renforcer la quête d'efficacité économique globale et de l'entreprise. Mais là on ne s'est guère détachés des bons vieux principes de l'économie classique, notamment de la théorie ricardienne des avantages comparatifs ². En vertu des nouvelles stratégies de sous-traitance, la ligne d'assemblage a été déstructurée morceau par morceau à la faveur des entreprises productrices les mieux placées - en termes de capital, de travail et d'approvisionnement en matières premières - pour contribuer à chaque phase de la chaîne de la création de valeur. ... Mais il y a une face cachée de ce processus : la possibilité que les entreprises et les économies les plus fragiles s'appuyant sur la sous-traitance délocalisent à l'étranger une partie grandissante de la production ».
 - 3) « Un troisième avantage attribué à la Nouvelle Economie est la flexibilité. En fonction directe des impacts combinés de la sous-traitance, des systèmes instantanés de contrôle des transactions et de la connectivité croissante, le temps de réaction des agents économiques a été considérablement réduit. En termes économiques, cela se produit en raison de la compression des coûts d'ajustement, ou, si l'on préfère, du coût plus élevé d'une attitude inerte. Résultat, les entreprises et les économies bougent plus vite qu'auparavant. Entre autres, cette flexibilité en progrès permanent renferme la capacité de changer la vitesse d'ajustement des stocks en fonction des cycles économiques. ... Les conséquences de la flexibilité d'entreprise sont de deux ordres : d'un côté, cela prend la forme de bénéfices supplémentaires ; de l'autre, les sociétés sont confrontées aux retombées négatives en termes politiques, sociaux et de marché des stratégies fondées sur des coupes excessives dans les coûts de production, aussi bien dans son pays qu'à l'étranger ».
 - 4) « La Nouvelle Economie augmente le coefficient de la convergence économique globale. Dans un monde caractérisé par une interconnexion et une transparence croissantes, les entreprises et les pays sont fortement incités à adopter les stratégies économiques les plus efficaces et les plus rentables. ... Une conséquence majeure des réformes allant davantage dans le sens du marché va être la convergence planétaire des taux de rendement des actifs productifs. Demeurent cependant sans réponse les interrogations concernant les délais de la transformation, les tensions géopolitiques inhérentes et les ramifications des inégalités sociales et économiques produites ».
 - 5) « La question de la productivité. Il ne fait aucun doute qu'aux Etats-Unis, la productivité a accéléré son rythme de progression dans la deuxième partie des années 1990. Pourtant, il n'est toujours pas clair si cela est l'effet de la simple augmentation de 'l'intensité de capital' conséquente à la substitution par les entreprises du travail par des équipements productifs ou alors s'il s'agit du produit de la dernière révolution de la productivité ».
- « Au total, il n'y a rien d'intrinsèquement nouveau dans la Nouvelle Economie. Certes, l'Internet, en lui-même, est nouveau et excitant. Mais son développement n'a pas produit des effets dissemblables de ceux des apports technologiques précédents. Le chemin de fer a fait davantage pour la connectivité que l'Internet. Il en va de même pour le téléphone et, en toute hypothèse, pour la télévision. Le réseau national d'autoroutes a rendu possible la notion même de sous-traitance. La flexibilité nous ramène à la notion schumpeterienne de 'destruction créatrice' ³ et aux vagues périodiques de restructuration qui ont jalonné

² « David Ricardo, dans ses 'Principes d'économie politique' (1817), démontra qu'un pays pouvait être en mesure de commercer avec un autre en lui envoyant des marchandises qu'il produisait à un coût supérieur, et que l'autre pays trouverait aussi son avantage dans cet échange. Ricardo démontra ce résultat surprenant en appuyant son raisonnement non pas sur la considération des coûts absolus mais sur celle des coûts comparés. L'exemple qu'il utilisa est resté célèbre : c'est celui de la Grande-Bretagne et du Portugal. Le Portugal est capable de produire du vin et du drap à un coût (en heures de travail) inférieur à ceux de la Grande-Bretagne pour ces deux marchandises. On note toutefois qu'au Portugal le rapport coût de production du vin/coût de production du drap est inférieur au rapport de ces mêmes coûts tel qu'il se constate en Grande-Bretagne. Dans ce cas, Ricardo démontre que le Portugal aura intérêt à se spécialiser dans la production du vin, qu'il exportera en Grande-Bretagne. Réciproquement, la Grande-Bretagne aura intérêt à se détourner de la production du vin et à se spécialiser dans la production du drap, qu'elle pourra exporter au Portugal. Ricardo montre que ce changement de spécialisations entraînera les effets les plus avantageux pour les deux parties de l'échange, chaque pays faisant désormais l'usage le plus rationnel de ses ressources en travail et profitant au mieux de ses avantages comparatifs », écrit Claude Jessua dans le Dictionnaire des sciences économiques (PUF, 2001). C'est un éloge en règle de la division internationale du travail, base matérielle indispensable et produit inévitable du marché mondial des marchandises. Ce concept de division internationale du travail, élaboré par le marxisme, représente l'un des socles primordiaux de la critique concrète du mode de production capitaliste (MPC).

³ « La théorie du développement économique de Joseph Alois Schumpeter n'est pas une théorie de la croissance. Elle décrit un phénomène de changement qualitatif et non quantitatif au cœur duquel se trouve un processus de 'destruction créatrice' (cette expression est bien explicitée dans le septième chapitre de 'Capitalisme, socialisme et démocratie' publié en 1942). En termes d'évolution macro-économique, on comprend que l'introduction de combinaisons productives qualitativement nouvelles implique la déstructuration permanente de l'économie et l'impossibilité d'une croissance équilibrée durable. L'auteur introduit même l'idée que les périodes de crise constituent le terreau sur lequel poussent les innovations qui iront alimenter la

toute l'histoire économique. Il n'y arien de nouveau non plus dans la compétition globale. Bref, à l'instar d'épisodes similaires du passé, la partition actuelle de la Nouvelle Economie sonne davantage comme une évolution que comme une révolution. Il s'agit d'un progrès incrémental dans le continuum du changement », synthétise brillamment Stephen Roach.

C'est finalement à Michael J. Mandel et Robert D. Hof de conclure : « *Tout au long de la prochaine décennie, les gains les plus conséquents [de l'introduction massive des IT NdR] viendront de la restructuration du mode de travail des sociétés* ». Le « concept » de « nouvelle économie » a ensuite embrassé tout ce qui correspond de près ou de loin à l'évolution scientifique et technique actuelle, telles, par exemple, les biotechnologies. Du coup, le périmètre de la « nouvelle économie » a commencé à être défini par la sphère financière - en particulier par la Bourse et le capital dit d'investissement (capital-risque) - et à quitter le domaine des moyens de production et de circulation (les IT).

Finance versus technologie

Il y a une logique à cela, celle de l'autonomisation du capital. L'argent comme capital - donc également comme marchandise - est indifférent aux déterminations concrètes des activités qui lui permettent de s'accroître (de réaliser son être). En revanche, il vise l'instauration d'une péréquation générale de la valorisation dont le seul critère discriminatoire entre activités de nature différente est le « *retour escompté sur le capital investi* », soit, selon nos propres catégories, le taux de profit attendu (plus-value extraite du travail salarié sur capital immobilisé dans les conditions subjectives – la main d'œuvre - et objectives – les moyens de production - de la production).

La sélection sur la base de ce simple critère inspire, bien entendu, la répartition générale du crédit. La « *prise de risque* » de la part des établissements financiers se fait sur cette base unique. Lorsqu'il s'agit d'activités jeunes, de marchés *in fieri*, de retours sur investissement aléatoires, voilà que les risques se multiplient et leur prise devient le lot exclusif ou presque de catégories d'investisseurs spécialisés dans ce type de danger financier. La Bourse ⁴ et l'investissement direct prennent alors le relais des canaux plus bordés, mais aux contours moins souples et aux caractéristiques moins audacieuses, de l'intermédiation bancaire traditionnelle ⁵, en déclin régulier ⁶.

croissance dans la phase de reprise amorçant le cycle suivant », on peut lire de la plume de Jean-Alain Héraud dans le *Dictionnaire des sciences économiques* (PUF, 2001). Discontinuité, cycles, productivité du travail, crise comme renouvellement des bases de l'accumulation de capital, autant de concepts qui étaient bien familiers à Karl Marx. Près d'un siècle plus tôt...

⁴ Mais la Bourse ne se limite pas à accroître son rôle de financement des investissements des entreprises. Désormais, les marchés d'actions jouent une part grandissante dans l'épargne et la consommation improductive des ménages américains. « *Pour chaque 100 dollars de variation à la hausse ou à la baisse de la capitalisation boursière, les dépenses des consommateurs augmentent ou se replient de 1 à 3 dollars sur les deux années suivantes. ... Selon la Réserve fédérale, à l'heure actuelle, environ 49% des foyers américains détiennent des actions directement ou par l'intermédiaire des fonds de pension. Ils étaient 10% dans les années '60. Le montant de ces placements a également bondi. L'an dernier, les ménages américains possédaient en moyenne trois fois plus de placements en actions que leur revenu annuel après règlement des impôts. Ce rapport a doublé par rapport à seulement cinq ans auparavant. ... 37% des travailleurs ont placé leurs économies dans les fonds de pension. ... Plus de 10% des salariés bénéficient de stock options [options préférentielles d'achat d'actions de l'entreprise employeuse gratuites ou à cours inférieur au cours du marché NdR]* », on lit dans le quotidien *International Herald Tribune* du 22 mars 2001.

⁵ « *Des tendances diverses apparaissent au niveau du poids relatif des grandes catégories d'intermédiaires (banques, assurances, OPCVM) au sein de la sphère financière. On constate ainsi qu'au sein de cet espace financier, les banques ont perdu des parts de marché au bénéfice des investisseurs institutionnels [organismes spécialisés dans la gestion d'actifs financiers NdR]. Cet ajustement est plus ou moins affirmé selon les pays. Pour la France et l'Italie, la part des banques a reculé d'environ 30% [entre 1980 et 1998 NdR], de 20% pour l'Espagne, de 15% pour les États-Unis et d'environ 10% pour l'Allemagne et le Royaume-Uni. Les positions initiales connaissent une polarisation marquée entre les économies de marchés financiers et les économies du continent européen où les banques étaient prédominantes. Les positions finales sont plus diversifiées même si elles gardent la mémoire du passé ; en effet, la résistance des banques s'avère particulièrement remarquable en Allemagne et en Espagne* », résume Patrick Artus dans son étude *La place des banques est-elle en recul dans les pays développés ?* datée du 18 mai 2001.

Parts des banques (B) et des investisseurs institutionnels (II) dans les actifs détenus par le secteur financier domestique (en %)

Année 1980 1990 1998 Pays I I B I I B I I B Allemagne 12,487,616,683,421,378,7 Espagne 3,596,56,593,524,076,0 France 4,995,119,081,035,664,4 Italie Ndnd 13,1* 86,9* 41,059,0 Royaume Uni 22,577,525,674,432,7** 67,3** États-Unis 41,158,946,853,256,443,6* chiffre de 1991.

** chiffre de 1996.

Source : OCDE (*Investisseurs institutionnels*, annuaire statistique 1998 et 2000).

⁶ « *Les crédits aux entreprises représentaient en encours les trois quarts de l'ensemble de la dette des entreprises au milieu des années 80, ce chiffre est tombé à 60% en 2001 ; si on regarde les variations des financements, on voit que la part du crédit bancaire diminue rapidement pendant la récession de 90-91, puis continue à reculer lentement au profit des obligations* », avance Patrick Artus dans son étude *Banques, marchés et cycles économiques* du 3 avril 2001. Ce processus est nommé désintermédiation financière.

« *La Bourse, avec le reste du système financier, peut être considérée comme un système industriel de collecte, de transformation et d'allocations des ressources financières. Dans sa fonction de marché primaire, la bourse permet de lever du capital et de transformer directement l'épargne des ménages en ressources longues pour les entreprises et les collectivités ; en contrepartie des capitaux qu'elles recueillent, celles-ci émettent des valeurs mobilières qui matérialisent les droits de propriété de ceux qui les leur ont apportés. Dans ces fonctions de financement qu'elle exerce concurremment avec le reste du système financier, la part de la bourse s'est notablement accrue depuis le début des années 1980. ... En tant que marché secondaire, la bourse assure la liquidité et la mobilité de l'épargne, et donc le bon fonctionnement du marché primaire. C'est, en effet, la possibilité qu'ont les investisseurs de pouvoir négocier en bourse à tout moment les actions et les obligations qui rend ces placements séduisants. La bourse assure d'autant mieux cette fonction de marché secondaire que la liquidité des titres, qui se mesure notamment par l'importance des volumes de transaction et la capitalisation boursière, est importante. La bourse concourt, par ailleurs, à la mutation des structures de production. Celles-ci se modifient, entre autres, par l'acquisition d'actifs ou par la prise de contrôle d'autres sociétés sous la forme d'offres publiques d'achat d'actions (OPA), d'offres publiques d'échange d'actions (OPE) ou de négociations de blocs de titres. De telles opérations sont plus commodément réalisées lorsque les actions de la société qui les entreprend sont déjà cotées en bourse », écrit Bernard Jacquillat dans le *Dictionnaire des sciences économiques* (PUF, 2001).*

Selon Richard Peterson, responsable de la stratégie de marché chez Thomson Financial Securities Data, seulement au dernier trimestre 1999, les sociétés qui se sont introduites en Bourse (IPO - Initial Public Offering, soit Offre publique initiale d'actions) ont levé 23 milliards de dollars. Depuis 1998, environ 700 entreprises classées de haute-technologie ont rejoint les marchés boursiers américains pour y lever 75 milliards de dollars. Toujours Thomson Financial Securities Data nous renseigne que, dans la décennie 1990-2000, 342 milliards de dollars ont été empochés par les firmes qui ont placé des nouvelles actions dans les deux places boursières américaines (New York Stock Exchange et Nasdaq).

Les banques dites d'affaires (souvent filiales spécialisées dans ces métiers de banques dites généralistes ou commerciales classiques) règnent sur ces segments plus dangereux du marché du crédit. Plus le danger de voir tout ou partie du capital prêté s'envoler est grand, plus le retour sur investissement devra être élevé pour rémunérer le risque encouru par le « partenaire » financier. D'où la définition des entreprises qui rentrent dans ce cadre comme des sociétés de « croissance » (lire dotées d'un fort potentiel de croissance de leur rentabilité économique), émettant des actions du même nom et cotées sur des places boursières souvent dédiées aux actions de « croissance ».

Le fameux marché électronique d'actions Nasdaq - sis à Washington - en est l'archétype. Les fonds placés en ces compartiments de titres de bourse se veulent « *growth funds* » (fonds de croissance), contrairement à ceux investis en actions de sociétés à la profitabilité plus assurée s'intitulant « *value funds* » (fonds qui privilégient le maintien de la « valeur » de l'actionnaire). En termes marxistes, les premiers parient notamment sur la hausse de la rente du titre de propriété qu'ils acquièrent (cours de l'action). Les seconds privilégient plutôt sur la progression régulière des dividendes (prix de marché du crédit acquis par l'entreprise emprunteuse consenti aux crédeurs). Les premiers sont naturellement plus volages (davantage tentés par des placements dits spéculatifs et à court terme), les seconds plus « fidèles » (davantage ancrés à une notion d'actionariat stable et présent dans les décisions de l'entreprise dont on possède des titres de bourse).

Ces deux orientations ne sont cependant pas à considérer comme exclusives et encore moins étanches. Quand les entreprises dites de croissance n'atteignent pas une taille suffisante ou/et ne présentent pas un « *business plan* » (plan de développement des activités) suffisamment convaincant pour introduire leurs actions en Bourse, voilà qu'intervient la figure du « *business angels* » (l'ange des affaires) ou, plus prosaïquement, du « capital-risqueur ». Comme son intitulé l'indique, celui-ci se spécialise dans la « prise de risque » maximale (comme maximale doit être sa ponction sur la plus-value dégagée) qui correspond généralement avec une contribution substantielle voire totale à l'investissement initial d'une société qui n'existe encore que sur le papier. Rien qu'en 1999 et 2000, ces agents financiers ont consenti, aux Etats-Unis, un montant total de prêts s'élevant à près de 162 milliards de dollars. Les « *start-up* » (nouvelles entreprises) basées aux Etats-Unis qui ont bénéficié de ces prêts ont été au nombre de 11.748, d'après le pointage de la National Venture Capital Association. De celles-ci, seulement un demi-millier ont par la suite intégré le Nasdaq qui, par ce biais (1200 entre 1995 et 2000), ont acquis plus de 43 milliards de dollars supplémentaires (environ 72 milliards de dollars entre 1995 et 2000).

La logique financière, nous l'avons vu, n'est donc guère dépourvue de pertinence lorsqu'il s'agit de définir des champs d'activité économique qui réclament d'une façon de plus en plus pressante l'accès aux marchés des prêts. Gardons à l'esprit que la nécessité grandissante de crédits est, depuis sa naissance, l'une des règles d'or du développement capitaliste. « *La sphère financière occupe une place de plus en plus importante au sein des pays industrialisés. Cette tendance est l'une des manifestations du haut niveau de développement économique de ces pays et de la poursuite de ce développement. En effet, un faible développement économique va souvent de pair avec un faible développement de la sphère financière, au même titre qu'avec un niveau modeste d'éducation, de dépenses de santé* », raisonne fort adroitement Patrick Artus dans son étude intitulée *La place des banques est-elle en recul dans les pays développés ?* du 18 mai 2001.

Mais l'adoption de cette logique financière n'est pas souhaitable pour l'analyse marxiste de la production et de la réalisation de la plus-value. Le capital dans sa forme de fonction la plus abstraite, l'argent en tant que marchandise, détient la faculté d'occulter, plus que toute autre expression concrète de la valeur qui se valorise, son origine réelle. Son indifférence poussée à l'extrême à la production et à la réalisation de la valeur en procès ne peut pas éternellement cacher la réalité de l'usine, de l'atelier comme le minimum commun dénominateur de la valorisation du capital investi. Et de l'ouvrier collectif en

tant que l'artisan exclusif de ce lieu spécial d'où procède tout ce qui est marchandise. Y compris le capital dans son existence la plus éloignée de l'atelier du capital-argent.

La marche par cycles discontinus (composés de quatre moments, dans l'ordre, crise, marasme économique, croissance moyenne et croissance soutenue précédant une nouvelle crise) de l'accumulation de capital ponctuée en fin de cycle par la dévalorisation de portions variables de capital existant et anticipé (crédit) se charge régulièrement de rappeler cette réalité élémentaire aux économistes bourgeois les plus sophistiqués.

Sans création de nouvelle valeur, par de maintien de la valeur accumulée ni, à plus forte raison, d'accroissement du capital-argent. La possibilité même du crédit dépend de la production et de la consécutive réalisation de nouvelle valeur en des temps et des quantités escomptés.

Sans plus-value, pas d'intérêt, et, par conséquent, pas (ou pas assez) de rémunération du crédit. Dans ce cas, celui-ci perd sa qualité de capital, donc de marchandise qui, dans son évolution, engendre une valeur supplémentaire pour son détenteur.

L'argent quitte alors sa dimension privilégiée de moyen de paiement différé pour se replier dans ses derniers retranchements d'unité de compte et de moyen de circulation. Devenu incapable d'incarner l'espoir d'une valeur nouvelle, à la longue, l'argent mutilé sera livré à des dépréciations successives qui l'obligeront à quitter ses ultimes tranchées pour se réincarner en marchandises particulières au cours étrié. L'avènement du troc répond au degré zéro du capitalisme, la faillite de l'économie de crédit et le retour à la forme la plus rudimentaire de l'économie monétaire. Ce n'est pas seulement le passé, c'est aussi le futur du capitalisme. Et, peut-être, son épilogue si le prolétariat révolutionnaire en saisit l'opportunité. La Russie d'hier (1917) et d'aujourd'hui (1989) est là pour le montrer. Mais celle-ci est une autre affaire.

Production ou circulation de la valeur ?

C'est pourquoi l'approche « technologique » (un même univers de techniques appliquées à des activités disparates) apparaît plus utile. Apparaît seulement. S'il est vrai que les « nouvelles » technologies de l'information - souvent elles existaient depuis longtemps ; voir le téléphone fixe, les communications par ondes radio, les ordinateurs, etc. - ont montré une grande capacité de déclinaison dans les domaines les plus divers, leur utilisation n'entraîne pas toujours les mêmes résultats en termes de valeur. Le même ordinateur utilisé pour échanger du courrier électronique avec des amis ou des messages de travail n'a pas la même fonction dans les deux cas. Cela tombe sous le sens. Le côté « ludique » ou hybride (au travail comme à la maison) de nombreux appareils IT, en rajoute en capacité de séduction (lire aliénation et fétichisme de la marchandise) auprès des travailleurs salariés.

Dans un ordre d'idées identique, des messages électroniques envoyés à des cadres commerciaux ou à des agents de production ne relèvent pas de la même sphère d'activités. Y compris s'il s'agit de la même société, de la même personne à les livrer et des mêmes machines à les convoier.

Dans un cas, ceci vise à accélérer la rotation de l'ancien et du nouveau capital-marchandises (l'un modifié en contenu et l'autre créé par le travail exploité).

Dans l'autre, il sert, par exemple, à régler au mieux la cadence des hommes et/ou des outils affectés à la fabrication de marchandises. Il représente donc un élément de l'organisation directe de la production de capital.

Le premier message n'a aucune incidence sur la quantité de valeur produite. Il peut permettre, en revanche, de réaliser sous forme d'argent et dans des délais variables des quantités variables de valeur incarnées en marchandises. Il peut également, dans certaines conditions concurrentielles favorables, faire obtenir un extra-profit, c'est-à-dire confisquer dans et par la circulation une portion de plus-value produite au sein d'entreprises concurrentes. Si, par ailleurs, ce message est conçu et envoyé dans le cadre d'une entreprise qui n'est pas elle-même engagée dans la production des marchandises qu'elle met en circulation, une société commerciale, il permettra, peut-être, de recouvrer un profit commercial plus ample et, pourquoi pas, de s'approprier de tout ou partie des extra-profits possibles.

On peut tenir un raisonnement analogue quand il s'agit d'un établissement financier. Le travailleur salarié qui envoie le message électronique « utile » soit au processus direct de production, soit au processus général de circulation des marchandises concernées est productif pour son employeur et pour « son » entreprise, indépendamment de la place occupée au sein de la chaîne sociale de la valorisation du capital considéré dans sa totalité. A cet égard, il est directement ou indirectement productif, peu importe l'adverbe. Par la raison des contraires, si l'on se place du point d'observation le plus prisé par les marxistes révolutionnaires du capital social, la situation de notre envoyeur de messages électroniques change en fonction du type d'entreprise et, surtout, de sa sphère d'appartenance (secteur productif ; secteur du commerce ; secteur financier).

Les deux grandes innovations qui ont transformé en profondeur la configuration de la production de valeur (pas de son origine, le système de l'exploitation) dans l'organisation sociale capitaliste – la vapeur et l'électricité – se sont matérialisées, avant tout, par l'apparition d'une nouvelle génération d'outils mécaniques de production et de transport de marchandises. Leur mouvement et leur puissance se trouvant incomparablement accrus. Or, jusqu'ici, les IT ne bénéficient pas de cette faculté. Bien sûr, le contrôle numérique et les systèmes automatiques de machines désormais toujours couplés à des ordinateurs qui les dirigent (les robots industriels par exemple, en nombre de plus de 750.000 dans le monde d'après les dernières données de l'International Association of Robotics, dont la moitié au Japon) occupent-ils une place non-négligeable dans l'industrie, mais

cela n'a guère renversé l'ordonnement de la production industrielle et du transport des marchandises (l'organisation scientifique du travail tayloriste a des beaux jours devant elle), ni, *a fortiori*, l'anatomie mécanique de l'outil de travail et des moyens de transport.

Investissements, productivité du travail et IT

Dès lors, on peut comprendre que l'impact des IT sur la productivité du travail – quoique bien réel – n'est pas comparable avec celui des chevaux-vapeur et de l'électricité, ainsi que de l'organisation tayloriste du travail. Une preuve ? La productivité horaire du travail aux Etats-Unis et dans le secteur concurrentiel non-agricole mesurée par la banque d'affaires HSBC a progressé de 3,2% en moyenne annuelle entre 1960 et 1973. Entre 1996 et 2000, ce pourcentage n'a été que de 3% au mieux, ou plus vraisemblablement de 2,7%. Il s'agit certes de plus d'un point pourcentage supplémentaire par rapport à 1,5% d'augmentation par an en moyenne et en rythme annuel constaté entre 1974 et 1995, mais il n'en demeure pas moins que le score du dernier lustre du siècle est inférieur à celui des années '60 alors qu'à cette époque aucune innovation technologique majeure n'a fait son apparition dans l'industrie.

Si l'on regarde plus loin en arrière, on obtient une nouvelle confirmation de cette hypothèse. Sur la base de nos estimations tirées de l'*Economic Statistics 1900-1983* publié par l'hebdomadaire britannique *The Economist* en 1985, la productivité horaire par travailleur de l'industrie a cru aux Etats-Unis de 1,1% entre 1900 et 1911, de 4,1% entre 1912 et 1921, de 3,9% entre 1922 et 1931 (période qui recouvre une première guerre mondiale et la crise industrielle et financière la plus rude que le capitalisme ait eu à subir jusqu'à nos jours), de 2,1% entre 1932 et 1945 (période qui intègre un redémarrage difficile de la machine productive américaine après 1929, krach boursier, et 1931, crise générale de l'accumulation, et une deuxième guerre mondiale) et, pour finir, de 2,3% entre 1946 et 1959. Nous avons volontairement décidé de ne pas calculer ces moyennes annuelles en respectant l'évolution cyclique de l'accumulation de capital aux Etats-Unis car elle aurait pu déformer la comparaison avec les chiffres récents livrés par HSBC.

*« Des économistes tels Stephen Roach, chez Morgan Stanley, considèrent que la vague d'investissements en nouvelles technologies constatée dans les années '90 n'a vraisemblablement apporté qu'un point pourcentage supplémentaire à la croissance de la productivité. Lors des périodes précédentes de changements technologiques rapides, ces derniers ont garanti la hausse du taux de productivité qu'en cas contraire aurait éventuellement périclité. Dans les années 1920, l'application de technologies telles l'électricité, le moteur à combustion interne et la production en masse sur des lignes de montage ont occasionné une progression considérable de la productivité. Le taux de productivité aux Etats-Unis a plus que doublé (à 3,8% par an) entre 1917 et 1927, avant de décélérer brutalement sa course dans les deux décennies suivantes. Pareillement, certains économistes sont convaincus que, dès maintenant, la croissance de la productivité devrait s'étioler. 'Dans tous les cas, dit Stephen Roach, dans ces périodes de changement de cap, il y a peu de chances qu'on revienne aux taux annuels de progression stratosphériques des dépenses et des investissements en IT que nous avons connu dans les années 1990'. 'Beaucoup de l'envol de la productivité n'était pas autre chose que le reflet de l'essor du marché d'actions, lui-même basé sur un optimisme excessif en les effets de la nouvelle technologie', ajoute-t-il. Pourtant, dans la Silicon Valley, nombreux sont encore ceux ne partageant pas cet avis. Ils soulignent les éléments inaboutis de la révolution des technologies de l'information. Parmi ceux-ci on compte la transition à l'accès à bande large au réseau mondial des foyers et la diffusion de la traduction par ordinateur des langues. Les optimistes considèrent que des changements de cette ampleur pourraient à la fois inciter les sociétés à effectuer une nouvelle vague d'investissements et permettre une augmentation de l'efficacité du travail. Cela pourrait toutefois prendre des mois – plus probablement des années – à savoir s'ils ont raison », on lit dans un article du *Financial Times*, daté du 19 avril 2001.*

Les économistes bourgeois s'accordent néanmoins à dire que la hausse de la productivité enregistrée entre 1996 et 2000 par rapport à la phase 1974-1995 doit être imputée pour l'essentiel aux IT. Un signal empirique de confirmation de l'essor de l'intensité technique du procès de travail induit par les IT vient de l'envol du nombre de brevets déposés aux Etats-Unis et des dépenses en Recherche & Développement principalement dus à cette classe d'activités. *« Les dépenses de recherche développement des entreprises suivent le rythme d'accumulation de capital : 1,47% du PIB en 1990, 1,49% en 1993, 1,54% en 1995, 1,71% en 1997, 1,80% en 1999. Les dépôts de brevets ont un profil identique : 470000 par an en 1990, 1085000 en 1995, 1813000 en 1997. Il y a bien parallélisme entre la recherche, le progrès technologique et l'accumulation de capital », certifie Patrick Artus, chez CDC Ixis Capital Markets*⁷.

Le poids relatif de ladite « nouvelle économie » ne cesse de grandir outre-Atlantique. En dépit des nouvelles légendes qui veulent que les services ont désormais détrôné l'industrie manufacturière traditionnelle (environ 17% du PIB américain au sens de la comptabilité nationale officielle), cette dernière a été le principal bénéficiaire en termes de progression de la productivité du travail de l'utilisation étendue des IT⁸. *« Sur l'année 2000, bien que pesant à peine 17% du PIB, le secteur*

⁷ Il n'y a pas eu suraccumulation de capital aux Etats-Unis, 16 mars 2001.

⁸ « L'analyse sectorielle menée par Jorgenson et Stiroh montre que les gains de productivité ont été les plus élevés pour les secteurs 'machines et équipements industriels' et 'électronique', tous deux producteurs d'ordinateurs et assimilés. En revanche, la productivité des services, qui, au début des années '90, comptaient pour 80% environ de l'investissement en nouvelles technologies, a reculé », écrivent Evariste Lefeuvre et Pierre Sicsic dans *Nouvelle technologie et productivité aux Etats-Unis*, cité plus haut. Les fabricants de systèmes IT assurent seulement 6% du total de la production industrielle américaine, mais près de 45% de la production américaine de biens d'équipement (14% de la production industrielle).

DOCUMENT DE TRAVAIL N°4

manufacturier a concentré près de 38% des gains de productivité ; cette contribution pouvant monter à plus de 50% certaines années », juge la société de bourse Aurel Leven.

Ainsi, à elle seule, forte de ces gains de productivité, l'industrie manufacturière américaine, « sur les trois dernières années, explique près de 20% de la croissance totale de l'économie des Etats-Unis », ajoute-t-elle⁹. En 2000 (année de fin de cycle), l'industrie manufacturière a assuré 38% de l'augmentation de 4,2% de la productivité du travail des Etats-Unis. L'an dernier, on a été confrontés à la fois à la plus forte hausse de la productivité du travail de la dernière décennie du siècle et à la progression la plus significative des investissements productifs en IT, correspondant à 7,9% du PIB en volume¹⁰. 3,4% en France¹¹. En 1990 - fin du cycle précédant la crise de 1991-1992 - les dépenses des entreprises américaines en dispositifs IT répondaient à moins de 2% du PIB en volume et la hausse de la productivité du travail avait été cantonnée à 2%.

Gardons à l'esprit également que « la croissance en valeur de l'investissement technologique accélère de 10% par an en 1992-93 à 25% par an en 1999 ; l'investissement en matériel traditionnel augmente régulièrement mais faiblement », estime Patrick Artus. D'où le rôle croissant des IT sur l'investissement productif américain (près de la moitié du total dans la deuxième moitié des années '90 et environ 70% du total au tournant de l'année 2000, bogue de l'an du même nom oblige) et leur impact grandissant sur les gains de productivité.

Contribution des systèmes IT et des non-IT dans l'investissement total en capital fixe des Etats-Unis.

	1996	1997	1998	1999	2000
Investissement en capital fixe des entreprises privées	9,3	9,6	11,8	9,2	9,2
Dont					
IT	4,2	5	5,5	6,2	6,6
PCs et périphériques	2,3	2,4	2,4	2,3	2,2
Logiciels	1,2	2	2,3	2,4	2,4
Autres	0,7	0,8	0,8	1,5	2
Investissement non-IT *	5,1	4,6	6,3	3	2,7

Source : Bureau of Economic Analysis.

* L'investissement non-IT comprend la construction de logements neufs.

« Le résultats de nos recherches indiquent que l'informatique a joué un rôle crucial dans l'accroissement récent de la croissance de la productivité. ... Accumulation de capital informatique et productivité de l'ensemble des facteurs de production issue de celui-ci croissent ensemble et comptent pour 1,23% des 2,15% de hausse annuelle entre 1996 et 1998 de la productivité du secteur concurrentiel américain », écrit Karl Whelan dans l'étude citée plus haut.

La corrélation étroite entre relèvement des investissements productifs en technologies de l'information et augmentation de la productivité du travail est manifeste. Aussi, la thèse marxiste qui veut qu'il faut mobiliser toujours davantage de capital constant par rapport au capital variable pour accroître la productivité du travail, donc le taux d'exploitation se trouve-t-elle amplement validée.

« La part de l'investissement technologique dans le PIB, en valeur, est passée de 3% au début de 1990 à 5½% en 2000. Le prix de ces investissements a décrié considérablement de 1992 à 1999. Le fait qu'il n'y a plus de baisse de prix pour les investissements technologiques en 2000 peut aussi être une cause du ralentissement de leur croissance en volume. Avec la baisse de prix, la croissance en volume de ces investissements a presque atteint 30% en 1999, au quatrième trimestre 2000, elle reste de 10% en rythme annuel et représente, en volume, 7½% du PIB en 2000 contre 2% en 1990, une progression gigantesque, l'accumulation très rapide de capital (le capital total en volume a été multiplié par 1,64 de 1990 à 2000, le capital technologique par 2,40) implique une décroissance de la productivité apparente du capital (total et technologique) : en 1999 et 2000, le capital productif total (en volume) progresse de près de 4% par an plus vite que le PIB. Cette décroissance de la productivité du capital accélère depuis 1994. Le capital productif en technologie progresse, depuis 1995, de 6 à 10% par an plus vite que le PIB ; en 1990, il représentait (en volume) 7% du PIB, en 2000 13% du PIB », analyse Patrick Artus.

⁹ Le gouvernement américain estime pour sa part à 20%-33% la contribution des IT à la croissance du PIB américain sur les cinq dernières années. L'ancien président des Etats-Unis Bill Clinton, lors de la conférence organisée par la Maison Blanche sur la 'nouvelle économie' du 5 avril 2000, introduisait avec son emphase coutumière les travaux par ces propos : « La 'nouvelle économie représente aujourd'hui seulement 10% des emplois américains, mais elle est responsable d'environ 30% de notre croissance économique. Elle compte maintenant pour environ la moitié de l'investissement productif. Et, à l'instar de l'introduction par Henry Ford de la production en masse des automobiles dans les lignes d'assemblage, elle entraîne des gains de productivité dans l'ensemble de l'économie, accroissant la capacité des sociétés américaines et des citoyens des Etats-Unis de partager leur prospérité ».

¹⁰ Source : CDC Ixis Capital Markets.

¹¹ Source : Aurel Leven.

Les économistes du camp adverse nomment « *décroissance de la productivité apparente du capital* » la nécessité de concentrer de plus en plus de travail cristallisé face au travail vivant pour contrer la tendance à la baisse du taux de profit. En dépit de la baisse accélérée de sa valeur (selon Robert J. Gordon, économiste américain auteur de plusieurs études sur la 'nouvelle économie', les équipements informatiques se déprécient d'environ 20% par an en raison de leur 'usure technologique', c'est-à-dire de leur obsolescence technique ; selon l'OCDE, les prix des IT ont baissé aux Etats-Unis de 11,5% en moyenne annuelle entre 1990 et 1998, contre 10,4% sur la période 1985-1990.

Pendant ce temps, selon la 'loi' technologique découverte en 1965 par le co-fondateur d'Intel Gordon Moore, la puissance de calcul des principaux composants des IT – semi-conducteurs en tête – doublait tous les 18-24 mois ¹², à l'échelle d'un cycle industriel de 4 à 6 ans, le capital fixe « *technologique* » n'a pas la faculté de rééquilibrer durablement à la faveur du capital constant la composition en valeur du capital total. Par ailleurs, un cycle 'technologique' des systèmes IT durant moitié moins longtemps que le cycle industriel ¹³ pousse les entreprises à accélérer le retour sur investissement et le rend plus vulnérables aux retournements brutaux de conjoncture.

De ce fait, le risque que la rotation du capital investi en IT soit précocement interrompue grimpe d'autant. Alors qu'en début de l'avant-dernier cycle (1992-1995) les idéologues du capital multipliaient les déclarations de disparition définitive des crises de valorisation (la fameuse « *croissance sans fin* » acclamée par l'ancienne revue 'branchée' *The Wired* après la grave crise de 1991), les derniers développements de la situation économique aux Etats-Unis montrent, au contraire, que la dévalorisation du capital en cours actuellement est d'autant plus élevée que l'était le taux d'accumulation qui l'a précédé.

La crise cyclique refait surface

Symptômes de crise

Le processus de dévalorisation du capital social américain est en marche à une allure soutenue. Pour l'heure, la crise cyclique se traduit par trois symptômes de tout premier ordre :

- l'apparition d'importantes surcapacités productives ;
- le déclin brutal de la profitabilité – voir, dans un nombre croissant de cas, la disparition des bénéficiaires ou même l'enregistrement de pertes – des sociétés ;
- la dépréciation de la plupart des actifs financiers (crise financière).

Les trois phénomènes indiqués apparaissent sous leur jour le plus éclatant dans le domaine des technologies de l'information. Comme souvent, le premier moment de la crise a été de nature financière. Dès le printemps de l'année dernière, après l'explosion des investissements en systèmes électroniques de calcul et de communication entre autres corrélés aux problèmes techniques du passage à l'an 2000, les marchés d'actions ont commencé à anticiper le ralentissement des dépenses productives des entreprises en matériels, services et logiciels IT par des vagues successives de baisses des cours des titres de bourse des firmes du secteur high-tech. Ce krach boursier rampant a déjà pulvérisé près de 60% de la masse nominale de marchandises-argent placées sur le Nasdaq (le marché électronique des titres boursiers des entreprises dites de haute technologie basé à Washington).

L'argent comme marchandise utilisé pour acheter des actions - c'est-à-dire des titres de propriété d'une entreprise donnée qui donnent accès à une partie de la plus-value qu'elle réalise (dividendes) - est prêté par les actionnaires, lors de l'émission de nouvelles actions, au prix de marché des dividendes distribués à l'entreprise émettrice de titres de bourse. Côté prêteur, les variations des cours de bourse selon la dynamique de l'offre et de la demande d'actions constituent un différentiel positif ou négatif de rente. Côté emprunteur, l'argent reçu contre une ponction sur la plus-value réalisée est généralement employé comme capital pour accroître la rentabilité de la société.

Avantage, jusqu'à un certain point, pour l'emprunteur, la charge de la rente de propriété fractionnelle de l'entreprise n'est pas à sa charge (contrairement à l'argent emprunté auprès d'un établissement bancaire) mais à la charge des prêteurs eux-mêmes. Avantage qui agit jusqu'à un certain point car une baisse trop prononcée du cours de bourse dissuaderait les prêteurs à

¹² Aux Etats-Unis, « *le prix relatif de l'ensemble de l'investissement a baissé de 3% par an environ, celui de l'investissement informatique (au sens large) de 5% à 7% par an, et ce depuis longtemps. De 1985 à 2000, le prix relatif de l'investissement productif (par rapport au prix du PIB) a baissé de 35%, le prix relatif de l'investissement en informatique de 60%* », écrit Patrick Artus dans un ouvrage intitulé *Nouvelle économie, coûts de production, répartition des revenus, épargne* du 15 mai 2000. La baisse de ce que l'économiste définit 'prix relatif de l'investissement par rapport au prix du PIB' d'un pays donné rend avant tout compte de la hausse de la productivité du travail dans le faisceau d'activités de production des biens d'équipement. Elle est presque double dans le segment des dites nouvelles technologies que dans celui des technologies 'classiques'. Cette évolution des prix relatifs comprend comme effet « *la réduction du prix d'achat des biens d'équipement* ». Elle comprime « *donc le taux d'investissement en valeur pour un taux d'investissement en volume donné, ce qui rend l'investissement plus facile à financer* », ajoute pertinemment Patrick Artus.

¹³ Dean Baker, économiste de l'américain Center for Economic and Policy Research (CEPR), confirme que la durée de vie 'technologique' des équipements IT et des logiciels afférents ne dépasse pas les deux à trois ans (cf. *International Herald Tribune* du 15 mai 2001).

souscrire à des nouveaux appels de fonds et rendrait la firme dont l'action est victime d'une chute des cours plus accessible à d'autres intervenants (voir les offres publiques d'achat - OPA).

D'où l'extrême sensibilité des cours de bourse aux perspectives de résultat des entreprises cotées. Ainsi, la « correction » boursière sur les valeurs technologiques anticipe un repli sensible de la rentabilité économique des sociétés agissant dans ce segment de la production sociale. Ce que Patrick Artus, dans sa note intitulée *Des ajustements boursiers aux Etats-Unis : des causes multiples* datée du 11 mai 2001, nomme « une mauvaise estimation de la croissance des profits en fin de cycle ».

Surcapacités productives partout

« *Trop de tout* », titrait un article de *Business Week* du 9 avril 2001 en référence aux capacités de production de l'appareil productif américain. Une production qui excède la demande solvable, voilà l'empreinte principale du survenir de la crise cyclique. « *Les débouchés ne risquent pas de s'améliorer avec la décélération de la demande intérieure et externe. Or, la forte croissance des volumes est à l'origine de la hausse rapide des profits tout au long de la deuxième partie de la décennie passée* », écrivait le 2 mai dernier Evariste Lefeuvre, économiste auprès de CDC Ixis Capital Markets. La phase d'expansion volcanique de la production de marchandise qui l'a précédé est encore dans les esprits de chacun.

« *Dans les très euphoriques années '90, tout semblait possible aux entrepreneurs les plus audacieux. Ils faisaient pousser des usines, achetaient des équipements de production et rayonnaient dans chaque domaine des ventes aux services tant et si bien que les temps heureux semblaient sans fin. Mais maintenant, bien sûr, ils sont finis. Les sociétés, aussi bien celles de haute technologie que celles à faible contenu technologique accélèrent leur adaptation aux nouvelles conditions de marché en coupant leurs dépenses en équipements et en licenciant*¹⁴. *Après des années d'investissements menés à un rythme frénétique afin d'accroître la capacité des hommes et des équipements à talonner une croissance en plein essor, l'économie américaine se bat actuellement contre des surcapacités à perte de vue* », on lit dans l'article cité du prestigieux hebdomadaire d'outre-Atlantique.

L'ensemble des secteurs est concerné, mais l'industrie manufacturière représente le cœur du problème. Selon les dernières projections disponibles de Merrill Lynch, le taux d'utilisation des équipements productifs va dégringoler à 76,6% du total cette année pour remonter à 76,9% l'an prochain. Ce ratio s'établissait à 81,3% en 2000.

Taux d'utilisation des équipements de production aux Etats-Unis (données mensuelles)

	janvier	février	mars	avril	mai	juin	juillet	août	septembre	octobre	novembre	décembre
1986	79.8	79.2	78.2	78.7	78.4	78.1	78.2	78.3	78.2	78.8	79.1	79.7
1987	79.1	80.0	80.2	80.5	80.7	81.4	81.8	81.8	81.6	82.6	82.8	83.2
1988	83.2	83.4	83.3	83.7	83.7	83.6	84.1	84.5	84.1	84.2	84.8	85.1
1989	85.4	84.6	85.3	85.3	84.7	84.4	83.4	83.6	83.3	82.8	83.0	83.2
1990	82.7	83.0	83.3	82.7	82.9	82.7	82.6	82.6	82.6	82.0	80.8	80.2
1991	79.6	78.9	78.1	78.2	78.7	79.6	79.5	79.5	80.2	80.0	79.8	79.2
1992	79.1	79.4	79.9	80.4	80.4	80.1	80.5	80.2	80.3	80.8	81.0	80.9
1993	81.1	81.3	81.3	81.4	80.9	80.9	81.0	80.7	81.4	81.5	81.6	82.1
1994	82.1	82.1	82.5	82.7	83.2	83.3	83.5	83.5	83.3	83.5	83.7	84.3
1995	84.4	84.0	83.8	83.3	83.3	83.2	82.5	83.3	83.4	82.8	82.7	82.4
1996	81.9	82.4	82.0	82.5	82.8	83.1	82.7	82.8	82.9	82.5	83.0	83.0
1997	83.0	83.5	83.3	83.4	83.3	83.3	83.5	83.8	83.8	83.9	83.9	83.7
1998	83.5	83.1	82.9	82.8	82.7	81.6	81.1	82.4	81.8	81.8	81.1	80.8
1999	81.0	80.9	81.1	80.9	81.2	81.0	81.3	81.4	81.2	81.5	81.5	81.7
2000	81.9	82.0	82.2	82.5	82.7	82.7	82.3	82.6	82.4	82.0	81.4	80.6

¹⁴ En avril 2001, 223.000 emplois ont été supprimés aux Etats-Unis. Il s'agit du nombre mensuel le plus élevé de suppressions de postes depuis février 1991. Entre le 1^{er} janvier et la fin avril 2001, près de 600.000 licenciements ont été annoncés, soit environ 400.000 licenciements de plus que dans les quatre premiers mois de 2000. « *La dernière fois qu'on avait constaté une baisse du nombre des salariés de l'ampleur des mois de mars et avril 2001, c'était lors de la crise de 1990-1991* », relèvent James C. Cooper et Kathleen Madigan dans *Business Week* du 21 mai 2001. « *Le fait que les trois secteurs des télécommunications, de la micro-informatique et de l'électronique figurent parmi les cinq secteurs qui ont le plus recouru à des suppressions d'emplois en 2001 s'explique par le déclin des dépenses pour les produits technologiques décidé par l'ensemble des entreprises* », explique John Challenger, patron du cabinet de conseil en management Challenger, Gray & Christmas. Selon le dernier rapport trimestriel du Département d'Etat pour le travail, un tiers des licenciements intervenus sur les trois premiers mois de l'année, doit être attribué à des « *restructurations internes* » des entreprises, telles « *des banqueroutes, des modifications de l'actionnariat de référence, des difficultés financières et des réorganisations* ». 45% de l'ensemble des licenciements ont eu lieu dans l'industrie manufacturière. 40% des licenciés sont des femmes (47% de la population active employée totale), 20% des Hispaniques (11% de la population active employée totale), 15% des Noirs (12% de la population active employée totale) et 12% des salariés de 55 ans ou davantage (13% de la population active employée totale). Les régions les plus touchées par les suppressions d'emplois ont été celles de l'Ouest. Les moins affectées ont été celles du Nord-Est.

DOCUMENT DE TRAVAIL N°4

2001	79.7	79.2	78.9	78.5							
------	------	------	------	------	--	--	--	--	--	--	--

Source : Réserve fédérale.

D'après le tableau ci-dessus, à la fin du premier trimestre 2001, le taux d'utilisation des équipements productifs américains ne dépassait plus que de 0,8% le ratio observé au plus haut de la dernière grave crise économique de 1991. En avril 2001, le taux d'utilisation des équipements productifs n'est supérieur que de 0,3% à celui d'avril 1991. La production industrielle américaine ne peut ainsi qu'en ressortir diminuée.

Production Industrielle totale aux Etats-Unis

Année	Production industrielle (Indice)	Variation d'une année à l'autre (en%)
1986	89.0	
1987	93.2	+4.6
1988	97.4	+4.5
1989	99.1	+1.8
1990	98.9	-0.2
1991	97.0	-2.0
1992	100.0	+3.1
1993	103.5	+3.5
1994	109.1	+5.4
1995	114.3	+4.8
1996	119.6	+4.6
1997	127.6	+6.7
1998	133.7	+4.8
1999	139.2	+4.1
2000	147.0	+5.6
2001 (premier trimestre)	145.6	-0.9

Source : Réserve fédérale.

Sur la base de cette série de chiffres, on peut relever que le recul de la production initié au premier trimestre 2001 est beaucoup plus brutal que lors de la crise de 1990-1991. Après un an 2000 caractérisé par la deuxième plus forte poussée de la production industrielle américaine des quinze dernières années, voilà que l'indice chute soudainement. Le repli n'est pas (encore ?) comparable en valeur absolue à celui de 1991, mais il dépasse déjà celui de 1990.

Les commandes de biens d'équipement – qui, jusqu'en 2000, ont assuré à la fois la croissance économique et l'extension de la base productive américaines¹⁵ – déclinent (-5% au premier trimestre 2001 selon le Département d'Etat au Commerce). Leur production marque le pas avant de reculer franchement.

¹⁵ Stephen Roach, chef économiste auprès de la banque d'affaires américaine Morgan Stanley Dean Witter, dans un article rédigé pour le *Financial Times* (publié le 15 mai 2001), notait qu'au troisième trimestre 2000, la part de l'investissement productif sur le PIB des Etats-Unis avait culminé à 13,9%.

Production de biens d'équipement pour les entreprises aux Etats-Unis

Année	Production (Indice)	Variation d'une année à l'autre (en%)
1986	82.0	
1987	85.1	+3.7
1988	93.5	+9.9
1989	98.8	+5.7
1990	98.2	-0.7
1991	95.7	-2.5
1992	100.0	+4.5
1993	105.5	+5.5
1994	112.7	+6.8
1995	121.5	+7.7
1996	132.6	+9.2
1997	150.2	+13.3
1998	165.7	+10.3
1999	176.4	+6.4
2000	194.1	+10.0
2001 (quatre premiers mois)	195.6	+0.8

Source : Réserve fédérale.

Dans la machine-outil - secteur clé traditionnel des moyens de production -, les achats américains ont reculé de 32,6% en mars 2001 (304,7 millions de dollars) par rapport à mars 2000 (452,21 millions de dollars). L'American Machine Tool Distributors' Association (AMTDA) et l'Association For Manufacturing Technology (AMT) calculent à 30,6% le pourcentage de baisse des achats de machines-outils au premier trimestre 2001 (738,48 millions de dollars) relativement aux trois premiers mois de l'année dernière. « *La consommation de machines-outils en février reflète clairement le tableau économique général des Etats-Unis, avec peu d'indications que la tendance change à court terme* », confirmait Ralph J. Nappi, président de l'AMTDA, lors de la présentation des chiffres de février.

« *L'analyse de la consommation de machines-outils fournit un indicateur économique de tout premier ordre de la capacité de l'industrie manufacturière d'investir dans des équipements productifs et, par conséquent, d'accroître la productivité* », assurent à juste titre les deux organismes patronaux. « *En toute hypothèse, on n'a aucune chance de renouer avec la longue série de gains de productivité qui ont alimenté la récente expansion économique jusqu'à ce que les dépenses en capital pour les équipements industriels ne recommencent à croître* », concluait Don F. Carlson, président de l'AMT, lors de la présentation des données de mars.

Les commandes nouvelles d'équipements IT ont décliné en mars de 11% par rapport à celles de mars 2000. « *C'est la plus mauvaise performance depuis seize ans. Une partie de ce déclin reflète les fortes baisses des prix de marché de ces équipements, qui se traduisent par des coupes dans les marges bénéficiaires des sociétés IT* », constate Bruce Steinberg, chef économiste chez la grande banque d'affaires américaine Merrill Lynch. Les prix des ordinateurs, le cœur de tout système IT, ont fondu de 28,5% au premier trimestre en pourcentage annualisé. Il s'agit de la plus forte baisse depuis environ trois ans. Et cette fois-ci elle n'est pas déterminée par une hausse de la productivité du travail mais bien par la dégringolade de la demande. En d'autres termes, les fabricants d'ordinateurs cassent les prix de marché en rongant sur leurs marges bénéficiaires afin de réaliser tout ou partie du capital immobilisé pour les fabriquer.

Et ce n'est pas fini. Michael Capellas, président de Compaq, deuxième constructeur mondial de micro-ordinateurs derrière Dell, vient de déclarer que la guerre des prix dans l'informatique était vouée à se poursuivre et s'intensifier. On est face au même phénomène en ce qui est des semi-conducteurs, et plus particulièrement des mémoires Dram, véritables particules élémentaires des appareils IT. Les prix de marché pour livraison immédiate des mémoires SDRAM de 128 Mo (catégorie de loin la plus répandue avec environ 70% des parts du marché des mémoires) ont plongé de 30% dans le seul mois d'avril (35% au premier trimestre). Aujourd'hui, les mémoires Dram ne comptent plus que pour 2,9% du coût moyen de production d'un ordinateur, le plus petit pourcentage depuis environ trois ans. Et ce, en dépit de la baisse simultanée des coûts de production des PCs et de la hausse de l'emploi de ces composants dans les ordinateurs motivée par la soif grandissante de ressources matérielles des applications logicielles et des micro-processeurs.

Traditionnellement, les fabricants d'ordinateurs consacraient de 4% à 10% de leurs coûts de fabrication pour l'acquisition de ces mémoires. Selon UBS Warburg, la production mondiale du « produit de base » des IT a baissé de 10% à 15% en avril après avoir stagné au premier trimestre. Pourtant, les stocks invendus sont en sensible hausse. Selon une étude de la banque d'affaires publiée début mai, l'offre devrait excéder la demande solvable de 6% au deuxième trimestre, face à un surplus de 11% au premier trimestre. Aux Etats-Unis, au premier trimestre 2001, la production de semi-conducteurs, circuits intégrés et autres composants électroniques a baissé de 2% en moyenne mensuelle et en volume par rapport à celle de décembre 2000. Le taux d'utilisation des équipements productifs de ce compartiment productif central de la « nouvelle économie » s'établissait à seulement 75% du total en mars 2001. Il était proche de 100% en juin 2000, soit un plongeon de 25% en neuf mois...

« La récession des profits »

Repli qui s'est bel et bien concrétisé et dont la fin n'est toujours pas visible. En travaillant sur la base des données collectées par l'hebdomadaire américain *Business Week*, l'un des porte-voix capitalistes les plus prestigieux au monde, au premier trimestre, on parvient à une baisse moyenne du pourcentage des bénéficiaires sur le chiffre d'affaires des principales sociétés d'outre-Atlantique de 8% par rapport au premier trimestre 2000. A 6,7%, il est revenu à son niveau de 1999. Si l'on s'en tient aux comptes définitifs des années 1999 et 2000, le recul de ce ratio rudimentaire qui rend en partie compte de la profitabilité économique des majeures sociétés américaine s'élève à 21% sur l'ensemble de l'an dernier et de 18% par rapport à 1999.

L'analyse par grands compartiments d'activité met en évidence une certaine stabilité du ratio profits/ventes de l'industrie manufacturière hors IT (7,3%). En revanche, ce que les économistes du camp adverse nomment le secteur des services marchands (hors utilités et opérateurs de télécommunications) connaît une baisse de 44% de ce ratio, à 7,3%. Le rapport bénéfices/chiffre d'affaires au premier trimestre des IT s'effondre à 5,4%, en chute de plus de 57% et celui des utilités (y compris les opérateurs de télécommunications) plonge à 4,1%, en recul de près de 59% d'une année à l'autre. *Business Week* titre ainsi le commentaire de ses tableaux : *L'image des profits est en train de devenir affreuse*. Et ajoute que « le prochain trimestre a toutes les chances de ne guère être meilleur ».

Citant les estimations de l'agence de notation financière Standard & Poor's, l'hebdomadaire rappelle que les 500 sociétés avec la surface boursière la plus étendue aux Etats-Unis qui composent l'indice de bourse S&P's 500 vont voir décliner de 18% leurs résultats nets au premier trimestre 2001¹⁶. Standard & Poor's s'attend également à une nouvelle chute de 10% des profits au deuxième trimestre, ce qui produirait le premier repli à deux chiffres du pourcentage sur deux trimestres contigus depuis 1992¹⁷. En 1991-1992, nous le rappelons, on a probablement eu la crise cyclique de plus forte intensité de l'après-guerre aux Etats-Unis. « *Même dans une configuration de ralentissement sans récession, Bruce Kasman, chef économiste chez JP Morgan, table sur un repli de 5% en 2001 des bénéfices des sociétés d'outre-Atlantique suivie par une hausse réduite en 2002 et assortie d'une stagnation des investissements productifs. La perspective d'une reprise économique aux Etats-Unis s'éloigne chaque jour davantage. Si récession il y a, celle-ci n'interviendra plus ce trimestre-ci mais au deuxième semestre, ajoute Bruce Kasman. Conjoncture carrossée en U et pas en V. Les firmes européennes ne seront guère épargnées. Alors qu'en début d'année plusieurs instituts de recherche pronostiquaient encore des hausses à deux chiffres des résultats, elles devraient être ramenées à environ 6/7%, toujours selon Bruce Kasman* », on lisait dans le quotidien *Les Echos* du 21 mars 2001.

La corrélation dialectique de plus en plus serrée, mieux, la détermination non mécaniste, entre le développement des industries de production de moyens de production et croissance économique globale – pilier de l'analyse marxiste classique du mode de production capitaliste – reçoit une confirmation appuyée de ce dernier cycle économique des Etats-Unis. Aussi, l'idée que l'extension du marché des biens de consommation improductive puisse-t-elle assurer, à elle seule, le même résultat macro-économique en situation d'absence ou de carence du déploiement des industries de production de moyens de production recueille un démenti cinglant.

« *La progression de l'investissement productif a garanti près du tiers de la croissance économique des Etats-Unis à compter de la fin de la dernière récession de 1991 jusqu'à l'été 2000. L'influence des dépenses en équipements de production a été le double de celle de la période d'expansion des années '80. Les investissements productifs correspondent à 10% de l'ensemble des échanges marchands américains réalisés sur base annuelle (16.100 milliards de dollars au total). La part de la consommation improductive s'élève à 40%. Ainsi, quand les dépenses de consommation productive des entreprises glissent d'un taux de croissance annuel de 21% au premier trimestre 2000 à près de zéro un an plus tard, l'économie dans son ensemble faiblit naturellement. 'Il faudrait que la consommation des ménages bondisse littéralement pour permettre au PIB de progresser de nouveau à un rythme de 4% par an', affirme Brent Moulton, responsable de la division statistique du Département d'Etat au commerce chargée du calcul des PIB trimestriels. 'Une croissance de cet ordre n'est en réalité possible qu'à la condition d'un rebond des investissements productifs', conclut-il* »¹⁸.

« *Aux Etats-Unis, les profits reculent systématiquement dans les périodes de récession ou de ralentissement (1979-1982 ; 1990) ; progressent rapidement en sortie de récession (1984)* », précise Patrick Artus dans une étude du 13 mars 2001 intitulée *Le profil des profits dans le cycle économique*. En partant de ce constat et en se basant sur les éléments d'analyse qui

¹⁶ La chute des profits au premier trimestre des firmes appartenant à l'indice boursier S&P's 500 est moins grave selon le bureau d'analyse financière First Call – Thomson Financial. Selon ses projections de la fin avril, la baisse serait limitée à 6%-7%. Bien plus critique, en revanche, la perspective des résultats au deuxième trimestre. Dans le seul mois d'avril, 242 sociétés ont lancé une alerte sur les bénéfices au deuxième trimestre (c'est-à-dire qu'elles ont annoncé des résultats inférieurs aux prévisions), contre 127 en janvier 2001 pour les comptes d'exploitation du premier trimestre. « *Le discours de beaucoup d'entreprises montrant qu'elles s'attendent de plus en plus à un ralentissement plus durable, laisse craindre de nouvelles révisions sur le second trimestre* », expliquait dans *Les Echos* du 27 avril le bureau d'études CIC-Eifb.

¹⁷ En 1999 et 2000, les résultats nets des sociétés appartenant à l'indice boursier S&P's 500 ont enregistré une hausse moyenne trimestrielle de 17%.

¹⁸ Source : *International Herald Tribune* du 15 mai 2001.

précédent, la dégringolade des bénéfices des sociétés indique l'existence d'une phase de crise qui n'est pas prête d'être dépassée rapidement. Dans le cas le plus favorable au capital, pas avant la fin de l'année/début de 2002¹⁹.

Apportant de l'eau nouvelle à ce moulin, le cabinet d'analyse financière First Call – Thomson Financial a collecté, fin avril, 1317 annonces préalables de comptes trimestriels de firmes américaines cotées en bourse. De ce total, 15,4% seulement ont été positives, 68,5% se sont révélées négatives et les restants 16,1% ont rejoint les estimations réalisées par les analystes financiers. « *C'est la plus mauvaise saison de 'confessions' [de comptes financiers à venir NdR] depuis que nous avons initié la collecte des annonces préalables en 1996* », alertent les spécialistes de First Call – Thomson Financial. « *La récession des profits* », selon l'expression de Richard Berner, chef économiste auprès de Morgan Stanley Dean Witter, frappe notamment les entreprises IT.

« *Les bénéfices du secteur technologique de l'indice S&P's 500 vont poursuivre leur chute libre dans les trois trimestres restants de 2001. Ils reculeront de 35% à 50% au deuxième trimestre par rapport au deuxième trimestre 2000. De 23% à 37% au troisième trimestre. Ils afficheront d'un gain de 1% à une perte de 12% au dernier trimestre de l'année relativement au quatrième trimestre de l'an dernier* », prévoient fin avril les analystes de First Call – Thomson Financial. « *Cela indique que le point le plus bas dans les profits des sociétés américaines n'est guère proche* », jugent-ils.

Plus globalement, « *le véritable danger est représenté par le fait que le retournement de conjoncture dans le secteur technologique contribue à un retournement de conjoncture plus grave dans les autres secteurs économiques sensibles. Il pourrait constituer le facteur additionnel qui plongerait l'ensemble de l'économie dans la récession* », résumait Charles L. Hill et Thomas D. O'Keefe, chez le même bureau d'analyse. « *La 'récession des bénéfices des sociétés américaines' couplée à la 'baisse importante des investissements (notamment en biens high-tech), selon la définition des stratèges de JP Morgan Securities. Sur la base du scénario le plus pessimiste dressé par la banque d'affaires, si la croissance des Etats-Unis ne dépassait pas le 1%, le résultat opérationnel moyen en 2001 des firmes appartenant à l'indice Standard & Poor's 500 serait négatif. A leur dire, ce cas de figure est improbable, même si l'estimation de hausse du PIB américain en 2001 (+1,8%) de JP Morgan n'est pas si loin de ce pourcentage* », lisait-on dans *Les Echos* du 13 mars 2001.

La « *récession des profits* » a fini par inquiéter Alan Greenspan, président de la banque centrale américaine. « *L'inébranlable confiance d'Alan Greenspan en les gisements de productivité de l'économie des Etats-Unis a, elle-aussi, été sérieusement écornée. Les mauvais résultats trimestriels des entreprises l'ont définitivement convaincu de la nécessité d'une action soudaine. Le 17 avril, jour qui a précédé l'annonce de la baisse des taux, le président de la Fed s'est entretenu par téléphone pour la deuxième fois en 2001 (la première avait eu lieu avant la réduction des taux du 3 janvier) avec les experts de First Call – Thomson Financial. Il était venu s'enquérir des perspectives de rentabilité des sociétés américaines. ' Ils [les membres du comité de politique monétaire de la Fed NdR] vouaient connaître les tendances des résultats et en particulier de celles des firmes de haute technologie. Ils étaient préoccupés de la rapidité de la décrue de la croissance bénéficiaire ', explique Joseph Kalinowski, analyste. Les patrons de la Fed ont d'excellentes raisons de s'inquiéter car les profits des entreprises high-tech devraient chuter de 32% cette année, selon les projections du bureau d'études* », pouvait-on lire dans *Les Echos* du 22 avril dernier.

En résumé, le capital engagé connaît des difficultés croissantes à se valoriser.

Un aspect crucial de la grave « *récession des profits* » est l'augmentation du nombre de faillites de sociétés, qui exprime de la manière la plus éclatante le processus général de dévalorisation du capital propre aux phases de crise du cycle économique. Pour la deuxième année consécutive en 2000, le nombre total de banqueroutes (des entreprises et des particuliers) aux Etats-Unis avait baissé de 5% par rapport à l'année précédente. En 1999, le recul avait culminé à 8,3% relativement à 1998. En 2001, en revanche, le Bureau administratif des Tribunaux des Etats-Unis estime entre 5% et 15% le pourcentage de hausse des faillites. Dans le haut de la fourchette (vers 15% de progression des banqueroutes), on dépasserait le record historique de 1998 (année de la crise financière internationale dite asiatique).

Plus précisément, les faillites de grandes entreprises avaient commencé à croître dès l'an dernier. Selon le site Internet spécialisé BankruptcyData.com, 21 grands groupes américains (dotés d'actifs égaux ou supérieurs à un milliard de dollars) ont mis la clé sous la porte, le chiffre le plus élevé depuis 1979. Les difficultés financières des sociétés américaines vont s'accroître progressivement au cours de l'année. Au premier trimestre 2001, les dossiers de banqueroute de sociétés industrielles et commerciales déposés auprès des tribunaux américains ont progressé de 6% par rapport au total des trois premiers mois de l'an 2000, soit 10.005 contre 9456 un an auparavant²⁰. La baisse de la rentabilité, couplée aux problèmes inhérents à la gestion de la dette (règlement des intérêts et nécessité de contracter de nouveaux emprunts) multiplieront à coup sûr le nombre de faillites dans les prochains trimestres.

¹⁹ « *Nous pensons que le redressement des bénéfices des sociétés américaines interviendra au premier trimestre 2002, quand la vague récente d'assouplissements de la politique du crédit de la Federal Reserve commencée en janvier déploiera pleinement ses effets positifs sur l'ensemble de l'économie des Etats-Unis* », estimaient, début mai, les analystes financiers de First Call – Thomson Financial.

²⁰ Chiffres collectés et rendus disponibles par le Bureau administratif des tribunaux des Etats-Unis.

Dévalorisation du capital et rétrécissement du crédit

Le processus heurté de dévalorisation du capital se retrouve classiquement dans ce que les économistes du camp adverse nomment « *l'inflation des actifs financiers* ». En termes marxistes, cela signifie avant tout que les prix de marché dont sont crédités les actifs des différentes entreprises sont révisés à la baisse. Cela veut dire également que les flux d'argent-marchandise (crédits) aptes à se transformer en capital (c'est-à-dire valeur capable de se valoriser, donc de s'apprécier) diminuent à mesure de l'incapacité d'extraire plus-value, puis profits, en quantités suffisantes du procès général de production capitaliste. Trois phénomènes ont illustré, entre la mi-mars 2000 et aujourd'hui, l'avènement anticipé de la crise financière par rapport à la crise industrielle proprement dite.

1°) Krach boursier rampant

« *Une importante correction est intervenue sur les marchés boursiers mondiaux depuis le sommet atteint aux alentours de mars de l'an dernier. Un retournement du sentiment des investisseurs à l'égard des sociétés du secteur de la haute technologie a fait chuter le cours de leurs actions de plus de la moitié aux Etats-Unis et de près de la moitié en Europe. Néanmoins, les prix de titres d'autres secteurs étant restés fermes jusqu'au mouvement massif de désengagement du mois de mars 2001, la baisse des indices boursiers globaux sur ces marchés n'était à la fin de mars que de l'ordre d'un quart de leur valeur* », peut-on lire dans le dernier rapport sur les *Perspectives économiques de l'OCDE* de mai 2001. Depuis, les marchés boursiers se sont quelque peu raffermis, mais, alertent les experts de l'OCDE, « *les sociétés font encore l'objet d'une évaluation plus généreuse par rapport à leurs gains que ce n'était le cas avant 1995. ... Des nouvelles corrections pourraient intervenir si le ralentissement de l'activité devait affecter fortement les bénéfiques* ».

Autrement dit, la possibilité que la chute des cours de bourse n'ait pas touché à son terme n'est nullement à exclure, en cas de nouvelle détérioration de ce que les spécialistes appellent les fondamentaux des sociétés cotées, soit leurs perspectives de rentabilité économique.

La chute verticale des cours des actions dites technologiques cotées sur le Nasdaq intervenue depuis le 13 mars de l'an dernier est l'emblème du krach boursier rampant. Les sociétés du Nasdaq « valent » aujourd'hui moins de la moitié d'il y a un an. Les titres fractionnaires de propriété privée que sont les actions se négocient à des prix de marché divisés par deux. Pour avoir accès à une portion de profit (dividendes distribués annuellement aux actionnaires lors des assemblées générales de présentation des comptes financiers définitifs) réalisé à plus ou moins longue échéance dans et par la circulation par la firme cotée, les investisseurs achètent des titres de bourse.

La deuxième raison de l'acquisition d'actions tient à la hausse escomptée de leurs cours. Celle-ci ne grève guère les bénéfiques des sociétés car elle est entièrement financée par le marché d'actions lui-même. L'équilibre toujours renouvelé entre l'offre et la demande de titres de bourse se forme, jusqu'à un certain point, indépendamment de l'action des sociétés dont les actions sont concernées par des variations des cours. L'addition entre montant du dividende engrangé et différentiel de prix entre l'achat et la vente d'une action en constitue le rendement global pour le détenteur. Or, la fortune récente du Nasdaq (et, en mesure moindre, de la plupart des autres marchés boursiers) a été essentiellement bâtie sur la hausse des cours (donc du prix d'accès à une partie des résultats financiers actuels et futurs des sociétés, c'est-à-dire à cette forme particulière de la rente) et pas sur les dividendes.

Le rendement global des actions dépend en mesure croissante de l'effet rareté donnant lieu à une rente des titres de bourse négociables relativement à l'offre d'argent-marchandise disponible. D'où la déconnexion de plus en plus marquée d'un cycle économique à l'autre entre rentabilité économique réelle (taux de profit) des entreprises cotées et rendement global du placement en actions. Certains ingénus ont cru déceler dans ce processus une preuve majeure de l'autonomisation des marchés financiers de la valorisation réelle (procès immédiat de production) et de la réalisation du capital (circulation). Ils se sont alors évertués à invectiver le méchant capital financier, insensible aux raisons de l'économie réelle, des producteurs (toutes classes confondues). L'industrie, diminuée à leurs yeux par la spéculation financière, a été soudainement portée aux nues alors que les actionnaires se montraient insensibles aux raisons - légitimes, elles - de la production de marchandises. Mais les prologues de la crise ont fait justice de cette « nouvelle » - en réalité très ancienne - idéologie du capital.

Sur le fond, le krach boursier rampant qui frappe les marchés d'actions depuis plus d'un an s'explique par « *le retour des investisseurs à la raison* » de la rentabilité réelle des sociétés cotées. Les annonces des comptes financiers - bien concrets ceux-ci - des entreprises cotées en bourse déterminent désormais largement les variations des cours des actions correspondantes. La distribution de dividendes reprend le dessus sur la rente issue de la hausse des prix de marché des titres de

bourse²¹. Le succès des émissions d'actions nouvelles (en baisse de 80% par rapport à l'an dernier²²), canal de plus en plus central de financement des sociétés qui se fait cependant rare, est fortement conditionné par la profitabilité, *ici et maintenant*, des firmes émettrices.

Les opérateurs de bourse sont bien moins disponibles qu'auparavant à prêter de l'argent à des sociétés à la visibilité réduite sur le versant des profits. « *Les craintes des investisseurs se concentrent sur les bénéfiques des firmes de haute technologie. L'économie américaine est déjà rentrée en récession. La crise va s'approfondir dans les deux prochains trimestres et la reprise en 2002 sera plus faible qu'en pareilles circonstances. Cela implique la poursuite des dégradations des bénéfiques escomptés dans les différents secteurs technologiques. Et ce, pendant les six prochains mois à l'allure des six derniers mois* », alertent les stratèges de HSBC », on pouvait lire dans *Les Echos* du 5 février 2001.

2°) Pénurie de capital-risque.

Cette année, selon Bank of America Securities, les fonds mobilisés par les capital-risqueurs ne devraient pas dépasser les 60 milliards de dollars (contre 100 milliards de dollars l'an dernier). D'après les dernières estimations de *VentureWire*, les placements en capital-risque sont en baisse de 32,4% par rapport à ceux des trois derniers mois de 2000.

Fonds levés aux Etats-Unis au moyen du capital-risque

Trimestre	Milliards de dollars U.S.
1 ^{er} trimestre 1999	9.1
2 ^{ème} trimestre 1999	0.5
3 ^{ème} trimestre 1999	11.4
4 ^{ème} trimestre 1999	29.6
1 ^{er} trimestre 2000	21.7
2 ^{ème} trimestre 2000	29.2
3 ^{ème} trimestre 2000	26.6
4 ^{ème} trimestre 2000	23.8
1 ^{er} trimestre 2001	16.1

Source : *Venture Economics / Venture Capital Association*.

Les prévisions de National Venture Capital Association et Venture Economics, font état d'une chute de 25,8% au premier trimestre par rapport au premier trimestre de 2000²³. Le montant moyen de capitaux accordés aux nouvelles entreprises a plongé de 20 millions de dollars au dernier trimestre 2000 à 14 millions de dollars au premier trimestre 2001. Seulement 1072 sociétés au total (nouvelles ou pas) ont été destinataires de ces capitaux, le nombre trimestriel plus faible depuis deux ans. « *L'effondrement des levées de fonds de capital-investissement, utilisés pour renflouer la technologie et d'autres catégories de start-ups [sociétés nouvellement créées NdR] reflète les difficultés croissantes rencontrées par les investisseurs dans leur quête d'un accroissement de 30% à 50% de leurs placements. Désormais, un grand nombre d'entre eux pronostique que, dans les années qui viennent, des gains de cette grandeur vont être beaucoup plus difficiles à obtenir* », lit-on dans une dépêche d'agence *Reuters* du 2 mai dernier. Par voie de conséquence, cette catégorie de propriétaires s'apprête à accroître à environ huit ans la durée de leurs prêts, contre trois à cinq ans maximum auparavant, certifie Jeffrey Harris, gérant chez Warburg Pincus (13 milliards de dollars en gestion). Signe clair d'une plus grande lenteur et de l'existence d'obstacles grandissants du « *retour sur investissement* ».

3°) Stagnation des prêts bancaires.

« *Le nombre d'institutions bancaires étrangères ou nationales qui ont annoncé sur les trois derniers mois avoir durci les conditions et les critères d'octroi de prêts aux sociétés industrielles et commerciales demeure à un niveau aussi élevé que lors des précédents trois rapports. Une partie significative des banques nationales a également enregistré un durcissement des critères d'attribution des prêts immobiliers. En général, les deux composantes étrangère et locale du système bancaire américain ont indiqué que l'une des principales raisons de ce raidissement des conditions et des critères d'octroi de prêts aux*

²¹ L'an dernier, les dividendes distribués par les 500 sociétés cotées appartenant à l'indice boursier large S&P's 500 ont baissé de 2,5%. Il s'agit à la fois du premier repli depuis près d'une décennie et de la réduction au pourcentage le plus élevé depuis près de cinquante ans. « *La baisse est aussi bien le reflet des difficultés rencontrées par certaines entreprises et de la conviction qui s'est progressivement affirmée ces dernières années que les investisseurs sont davantage intéressés par les gains en capital [dont ceux induits par la hausse des cours des actions détenues NdR] que par les revenus issus par le paiement des dividendes. Chaque année, les firmes du S&P's qui décident de ne pas payer les dividendes croît* », assure Arnold Kaufman, éditeur de la lettre d'information S&P's Outlook. *Fin 2000, 372 des 500 membres de l'indice ont payé des dividendes. Ils avaient été 402 un an auparavant et 418 en 1998* », pouvait-on lire dans le quotidien *International Herald Tribune* daté du 4 janvier 2001.

²² Au premier trimestre 2001, on a constaté aux Etats-Unis 24 introductions en bourse (correspondant à 7,5 milliards de dollars levés), contre 121 sur la même période de l'an dernier. Sur l'ensemble de 2000, 384 sociétés supplémentaires ont rejoint la bourse. « *Les banquiers prévoient actuellement pour 2001 une baisse de 50% du nombre des introductions en bourse aux Etats-Unis* », on lisait dans *Business Week* du 7 mai 2001.

²³ Si la tendance du premier trimestre se confirmait sur l'ensemble de 2001, selon *Venture Economics*, les fonds alloués aux entreprises américaines par le biais du canal de financement du capital-risque ne dépasseront guère les 45 milliards de dollars.

DOCUMENT DE TRAVAIL N°4

sociétés industrielles et commerciales relève des perspectives économiques moins favorables ou moins assurées ainsi que de l'aggravation des problèmes spécifiques à l'industrie. Comparativement au rapport de janvier, une forte majorité des banques nationales ont constaté, ces trois derniers mois, une baisse – moins importante, quoique toujours substantielle - de la demande de prêts immobiliers et de crédits de la part des sociétés industrielles et commerciales ». Ainsi la Réserve fédérale résume la situation du crédit aux entreprises dans sa dernière enquête de mai 2001 auprès des responsables des politiques de prêt des établissements financiers opérant sur le sol américain. Autant dire que la baisse des taux à court terme des fonds fédéraux ne s'est pas (encore ?) traduite en une augmentation de la masse de marchandise-argent mise à la disposition des agents économiques.

« Le canal du crédit est défini comme l'action de la politique monétaire sur l'activité réelle au travers de son effet sur l'offre de crédit des banques, spécialement sur l'intensité du rationnement de la demande de crédit par les banques. Nous montrons que ce canal d'action de la politique monétaire est très lent, probablement à cause du temps nécessaire pour reconstituer les fonds propres des banques après un choc défavorable », argue Patrick Artus dans son étude publiée le 11 mai 2001, titrée *Pourquoi la baisse des taux d'intérêt ne fait-elle pas repartir plus vite le crédit ? Les limites du canal du crédit*.

Entre décembre 2000, mois précédant la première réduction des taux décidée par la Réserve fédérale américaine le 3 janvier dernier (cinq interventions de ce type ont été opérées entre cette date et le 15 mai qui ont ramené ces taux à 4% contre 6,5% avant le 3 janvier), et avril 2001 le montant des prêts aux sociétés industrielles et commerciales n'a progressé que d'un maigre 1,8%.

Montant global des prêts bancaires aux sociétés industrielles et commerciales américaines.

Mois	En milliards de dollars	Variation d'un mois à l'autre (%)
Décembre 2000	1094,4	
Janvier 2001	1109,8	1,4
Février 2001	1118,5	0,8
Mars 2001	1117,8	-0,1
Avril 2001	1114,1	-0,3

Source : Réserve fédérale.

« L'enquête 'Loan Officer Survey' [de mars 2001, NdR] donne trois raisons fondamentales à ce durcissement des conditions d'accès au crédit : moindre appétit pour le risque, inquiétudes sur la conjoncture et problèmes spécifiques à certains secteurs. Parmi eux on compte la santé, certains segments de la branche loisir, et les télécommunications : l'encours de prêts syndiqués accordés à ce secteur a augmenté de 28% par an en moyenne sur la période 1996/2000 (50 milliards de hausse entre 1998 et 2000). Dans le même temps, le risque de défaut a considérablement augmenté pour cette industrie. Ainsi, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)²⁴ note-t-elle que 'le sentiment défavorable tant du marché action que du marché du crédit corporate à l'encontre de l'industrie des télécommunications engendrera des difficultés de financement pour ce secteur ... les besoins en capital et le levier financier de nombreuses entreprises de ce secteur accentuent les risques prêteurs'. Les autres secteurs ayant enregistré la plus forte hausse de leur endettement sont les Utilities (électricité, eau, gaz) et l'immobilier (en particulier les REITs soit Real Estate Investment Trusts, organismes de gestion d'appartements, hôtels, entrepôts et centres commerciaux). La révision à la baisse de la notation financière de la Californie suite à la crise énergétique récente suggère que le risque sur les utilities est en hausse. En revanche, les banques semblent être prémunies contre la dégradation des secteurs de la santé et des loisirs, car elles ont réduit leur offre de crédit dès 1998 », analyse Evariste Lefeuvre, chez CDC Ixis Capital Markets.

Certes, les sociétés agissant aux Etats-Unis ne sont pas confrontées à une situation de rétrécissement brutal et généralisé du crédit (le fameux 'credit crunch') comme l'avaient-elles endurée entre novembre 1989 et décembre 1993 (réduction nette de 9,8%). Pourtant, pour rencontrer deux baisses mensuelles consécutives, il faut remonter précisément à la fin 1993. Si cette tendance se confirmait les prochains mois, il y a fort à parier que l'économie américaine, privée de son aliment de base, le crédit, ne parviendra pas à se redresser selon les vœux des économistes du camp adverse (dès 2002).

« La distribution de crédit aux ménages et aux entreprises américaines est très rapide dans les phases d'expansion (1976-1980 ; 1984-1989 ; 1994-2000), et recule dans les récessions (1975 ; 1980-1982 ; 1991-1993). Si on en juge par les enquêtes, le recul du crédit aux entreprises en 2001 risque d'être aussi important que dans la récession de 1990-1992 : en 1991, en termes réels, il a reculé de 13% sur un an ! Il y a clairement amplification du cycle par le comportement des banques américaines : la distribution de crédit est réduite dans les récessions parce que les banques, ayant trop prêté dans les expansions, sont confrontées à la hausse des défauts dans les phases de ralentissement », éclaire Patrick Artus dans son étude intitulée *La nature du cycle américain* (23 mars 2001).

Aux croisements des cycles, lorsque le caractère discontinu de l'accumulation de capital éclate au grand jour, la vérité du capital fictif s'affiche pleinement. Son évolution relativement autonome par rapport à la reproduction élargie de valeur subit une halte plus ou moins brutale. Alors, le caractère pro-cyclique (allant dans le sens du cycle économique global) de cette détermination concrète essentielle du capital total n'est plus à démontrer. Aussi, ne l'est-il pas davantage son incapacité absolue de sortir le capital industriel de ses crises périodiques en faisant l'économie d'une dévalorisation plus ou moins marquée.

²⁴ Organisme de surveillance de la santé financière du système bancaire des Etats-Unis.

« Le procès souvent formulé d'une supposée autonomie des marchés financiers vis-à-vis de l'économie réelle est largement infondé : d'une part, parce que les comparaisons des sommes concernées ici et là n'ont généralement pas de sens ; d'autre part, parce que les besoins de financement et de placement que satisfont les marchés financiers émanent bel et bien de la sphère réelle », on peut lire de la plume de Jacques Regniez dans le *Dictionnaire des sciences économiques* (PUF, 2001). Ce fonctionnement pro-cyclique du crédit bancaire risque donc d'endommager sérieusement les perspectives d'investissement des sociétés industrielles et commerciales opérant aux Etats-Unis.

« Le recul de la distribution de crédit dans les périodes de ralentissement économique est aussi défavorable, en amplifiant les récessions puisque certains emprunteurs sont rationnés sur le marché du crédit. (Ceci se voit aux Etats-Unis en 1990-1991, puis depuis le début de 2000). Ce recul est largement lié à l'attitude des banques pendant les périodes d'expansion. Puisqu'elles distribuent 'trop' de crédit pendant ces périodes, et des crédits qui ne servent pas à réaliser des projets efficaces, elles sont confrontées aux défauts des emprunteurs surendettés ou endettés sans contrepartie productive dès que l'économie ralentit. Elles doivent alors accroître leurs provisions et le capital qui est utilisé pour provisionner ne peut pas être mis en face de la distribution de nouveaux crédits, puisqu'il est mis en face de la partie douteuse des anciens crédits, d'où le recul de l'offre de crédits », explique Patrick Artus dans son étude du 26 mars 2001, intitulée *Le besoin d'une politique contra-cyclique de régulation du crédit bancaire*.

Aux Etats-Unis, après la crise financière mondiale de 1998 consécutive à la crise financière et industrielle de bon nombre de nouveaux pays industrialisés d'Extrême-Orient et de l'ex-URSS, les banques ont recommencé à recourir massivement aux prêts bancaires. Dans le financement de l'investissement total des entreprises américaines, « la part des profits (cash flows) monte de 1985 à 1995, puis décroît ; la part du crédit est forte jusqu'en 1989 puis s'effondre, et ne retrouve un niveau élevé qu'après 1998 ; la part des obligations est stable sur toute la période ; les actions ne contribuent à financer les investissements que lorsque le crédit progresse lentement : 1980 à 1983, surtout 1991-1992-1993 [avec près du quart du total, NdR] », résume Patrick Artus dans l'étude citée plus haut *Banques, marchés et cycles économiques*. La crise des marchés boursiers entraînant le quasi-anéantissement du marché primaire (émissions de nouvelles actions), ainsi que la chute brutale des profits des entreprises²⁵ et le rétrécissement non moins violent du financement par le biais du capital-risque (voir plus haut) ont accru, jusqu'à un certain point, la demande de crédits adressée aux établissements bancaires traditionnels de la part des sociétés industrielles et commerciales. Mais le lit de ce canal de financement, qui assurait encore en début d'année près du quart des liquidités nécessaires aux investissements, est rapidement en train de se réduire. Ce mécanisme, cela va de soi, est universel.

« Dans tous les pays, le crédit augmente très rapidement dans les phases d'expansion, stagne ou recule dans les phases de ralentissement réel. Les expansions de l'activité et du crédit concernent les périodes 1985-1989 puis 1993-2000 aux Etats-Unis ; 1990-1992 puis 1994-2000 dans la zone euro ; 1985-1989 au Japon ; 1987-1989 puis 1995-2000 au Royaume-Uni ; les phases de ralentissement et de stagnation ou recul du crédit sont 1990-1992 et sans doute 2001 aux Etats-Unis ; 1993 dans la zone euro ; 1990-2000 au Japon ; 1990-1994 au Royaume-Uni », constate Patrick Artus dans une étude mentionnée plus haut. Conclusion : « trop de crédit bancaire dans les expansions, pas assez dans les récessions ».

Vers un krach obligataire privé de grande ampleur ?

Alors, quel canal reste-t-il aux firmes américaines pour financer leur développement ? Le marché des obligations privées, dites non souveraines (contrairement aux bons du Trésor, qui représentent le marché des obligations souveraines). Le seul compartiment de crédit qui, jusqu'ici, a tenu bon est celui des obligations émises par les entreprises. Activité d'émission grandement soutenue par l'effondrement du marché de la dette de l'Etat fédéral américain (5774 milliards de dollars à la fin du premier trimestre 2001, dont 3413 milliards de dollars de dette susceptible d'être réduite). Effet mécanique de l'émergence depuis des années à la fois d'un excédent budgétaire fédéral, qui a atteint 2,4% du PIB au sens des comptes nationaux des Etats-Unis et d'un excédent structurel des administrations publiques estimé à près de 1,75% du PIB.

La nouvelle administration installée à la Maison Blanche envisage de consacrer 2000 milliards de dollars à la réduction de l'encours de la dette fédérale dans les dix prochaines années. Si ce projet aboutit, l'encours de la dette restant fin 2011 avoisinerait les 1000 milliards de dollars d'après les calculs gouvernementaux. Ainsi, « à la suite d'un cycle de croissance de près de dix ans, l'amélioration des finances publiques a permis une réduction importante de la dette publique (de près de 50% du PIB en 1995 à 1/3 du PIB en 2000) matérialisée par des rachats de dette par le Trésor américain. Selon les projections du Congressional Budget Office, la dette souveraine américaine pourrait disparaître en totalité d'ici 2010. Dès lors, les investisseurs vont devoir réorienter leurs fonds vers d'autres actifs plus ou moins substituables », résument Yann Tampereau et Jérôme Teiletche, économistes chez CDC Ixis Capital dans leur étude intitulée *Crédit corporate et allocation d'actifs*, publiée le 2 mai 2001.

Face au rétrécissement de l'aire de la dette publique, « l'encours de dette obligataire privée (entreprises et secteur financier) est passé de moins de 30% du PIB en 1990 à un tiers du PIB en 1995 jusqu'à près de 50% du PIB en 2000, cet encours étant à peu près équilibré entre entreprises et secteur financier », on lit dans le même travail. « En termes de flux d'émission, ce sont, depuis cinq ans les obligations d'entreprise qui sont de loin l'actif financier dominant, alors qu'il y a

²⁵ Le 'cash flow' ne finance plus les investissements totaux des entreprises américaines qu'à hauteur d'environ de 40%, contre plus de 80% après la crise de 1991.

rachat de dette publique depuis 2000 et rachat d'actions par les entreprises depuis 1995 », affirme Patrick Artus dans une étude intitulée *Comment fonctionneraient des marchés financiers sans dette publique ?* éditée le 16 février 2001. Le retournement dans la classe d'actifs financiers des obligations est complet.

Ainsi, les entreprises américaines prises en étau entre la quasi-disparition du marché primaire des actions et une attitude de plus en plus restrictive des banques pour l'octroi de prêts vont chercher leurs financements sur les marchés obligataires. Celles-ci, confrontées à une crise boursière grave et à la stagnation du crédit issu de l'intermédiation bancaire, en ce début de 2001, ont continué à s'alimenter en capitaux par ce biais. Selon les chiffres collectés par Thomson Financial Securities Data, de janvier à mai 2001, les sociétés U.S. ont émis quelque 291 milliards de dollars d'obligations, contre 187 milliards de dollars un an plus tôt à la même époque.

Si l'on exclut du compte les 'junk bonds' (obligations à risque élevé de défaut de paiement, titres typiquement spéculatifs), l'écart est encore plus sensible : 212 milliards de dollars cette année, contre à peine 63 milliards de dollars en 2000 (estimations Merrill Lynch). En état comateux avant la première baisse des taux des fonds fédéraux de la banque centrale américaine du 3 janvier, le marché des obligations privées a connu un nouvel essor depuis. Il a été aidé en cela par la politique agressive de la Fed qui a baissé le « *loyer de l'argent* » rendant ainsi mécaniquement plus attractifs pour les prêteurs les placements en titres obligataires non souverains.

La détérioration de la qualité financière des émetteurs (c'est-à-dire leur capacité de régler en temps et en heure leur facture financière auprès des prêteurs) a même déterminé, dans nombre de cas, la hausse absolue du prix de marché de la marchandise-argent louée au moyen de ce support. Un mécanisme pervers, classique des périodes qui précèdent des crises financières importantes, se met en place. Les agents financiers sont en possession d'une masse croissante de liquidités (argent-marchandise) qui rencontre des difficultés croissantes de placement rentable du fait de la contraction des profits. Les entreprises, qui assistent impuissantes à la fermeture progressive des différents canaux de financement, jouent la montre en s'endettant davantage²⁶ pour dépasser d'une tête leurs concurrents. Mais elles le font dans un contexte de rétrécissement des marchés (crises commerciales) et de chute plus ou moins grave de la rentabilité.

Alors, avant le précipice, si un canal de financement est resté actif (celui des obligations privées dans notre cas), voilà que tout le monde, agents financiers et emprunteurs, s'y engouffrent. Malheureusement pour eux, ce petit jeu se révèle la plupart des fois de courte vue et risque de ne durer qu'un temps. Et d'aboutir à des faillites en chaîne à la fois du côté des émetteurs que des prêteurs. C'est en tout cas tout le bien que nous leur souhaitons. Mais revenons aux faits. Alors que la masse de crédit collectée par les sociétés américaines par le truchement de l'émission d'obligations ne cesse de croître, leur assise financière est de plus en plus fragile. L'agence de notation financière Moody's, qui enregistre scrupuleusement, mois après mois, la dégradation de la qualité du crédit des entreprises américaines, alertait, début mars, que « *les implications [de cette dégradation NdR] vont de perspectives financières frappées de la plus grande incertitude à la remise en cause pure et simple de la capacité des entreprises d'accéder au capital* ».

Au premier trimestre, d'après l'agence de notation de la qualité du crédit des entreprises emprunteuses Standard & Poor's, les défauts de paiement d'obligations 'corporate' (titres obligataires émis par les sociétés) ont atteint le niveau record de 24 milliards de dollars. Quarante groupes sont à l'origine de ces défauts. S&P's estime que le niveau record d'insolvabilité des sociétés américaines enregistré l'an dernier (106 firmes responsables d'un trou global de 33,4 milliards de dollars) sera pulvérisé en 2001. Le nombre d'entreprises incapables de satisfaire leurs dettes devrait s'élever en 2001 à environ 150, estime l'organisme²⁷. Celle des opérateurs de télécommunications est la catégorie la plus exposée avec 18% des 40 groupes en difficulté au premier trimestre. Suivent, *ex-quo*, avec chacun une part de 13% du total, le secteur des biens de consommation, celui de la métallurgie et de l'industrie minière et celui de la grande distribution et de la restauration.

Tournons-nous maintenant du côté des prêteurs. Quelles sections du capital producteur d'intérêt vont-elles être plus vulnérables à la vague possible (probable ?) de défauts de paiement ? Patrick Artus nous l'indique dans une étude citée plus haut : « *Si on ne regarde pas les flux mais les stocks, on voit que les obligations publiques représentent encore 13% de l'encours de titres à long terme existant aux Etats-Unis. Les ménages américains détiennent encore autant d'obligations du Trésor américain (l'équivalent de 8 % du PIB) que d'obligations d'entreprises. Les investisseurs institutionnels domestiques détiennent sous forme d'obligations publiques seulement 7% du total de leur actif, (soit l'équivalent de 10% du PIB américain), trois fois moins que d'obligations privées. Les investisseurs non-résidents, au contraire, détiennent presque deux fois plus de titres publics (17% du PIB américain) que d'obligations privées, autant que d'actions américaines* ».

²⁶ D'après le quotidien *International Herald Tribune* du 23 mars 2001, la dette des sociétés non-financières américaines s'élevait à environ 18.200 milliards de dollars en novembre 2000, contre 14,4 milliards de dollars en décembre 1996. Selon l'économiste d'entreprise Henry Kaufman, une partie croissante de cette dette globale se réfère à des firmes à la santé financière chancelante.

²⁷ « *Rien ne laisse présager une amélioration pour 2001, ni même pour 2002. Les émetteurs notés en catégorie spéculative, toujours vulnérables, se trouvent dans une situation particulièrement inconfortable. ... Les déboires de la bourse ont déprécié la valeur des actifs et la capitalisation boursière de toutes les sociétés et interdisent aux acteurs les plus fragiles de lever des fonds par émissions d'actions. De leur côté, les banques ont mis en place les modalités de prêt aux entreprises les plus strictes depuis 1991. ... Au mieux, le taux de défaillances sera aussi élevé en cette année qu'en 2000. Au pire, il pourrait approcher les records de 1991* », résumaient fin mars Leo Brand et Reza Bahar, économistes auprès de Standard & Poor's.

DOCUMENT DE TRAVAIL N°4

Autant dire que « *les investisseurs institutionnels domestiques* », c'est-à-dire les établissements de crédit américains, comptent un pourcentage de l'ordre de 21% de leurs actifs financiers immobilisés en obligations 'corporate'. Une fenêtre de vulnérabilité grand ouverte pour le système financier de la première puissance capitaliste du monde. Vulnérabilité accrue également par la disparition d'émissions d'obligations d'Etat. Pourquoi ? Cédons encore la plume à Patrick Artus :

« *La disparition des titres publics impliquera donc :*

- *une hausse, sans doute subie et non voulue, du risque de défaut des portefeuilles, donc une mauvaise diversification de ceux-ci, avec la disparition des actifs sans risque de défaut ;*
- *des distorsions des prix des actifs avec ex-ante, excès de demande pour les titres publics et excès d'offre pour les titres privés ;*
- *un raccourcissement forcé de la maturité des portefeuilles, les obligations privées étant en moyenne de maturité plus courte que celles de l'Etat.*
- *Les désordres financiers probables liés à la disparition de la dette publique sont donc nombreux », conclut-il.*

Vivement la crise...