

Jusqu'où se développera le "capitalisme anglo-saxon" ?

Patrick Artus
Cercle des économistes

On connaît les caractéristiques du « capitalisme anglo-saxon » : le capital des entreprises est surtout détenu par des investisseurs institutionnels ; les entreprises sont largement financées en actions ; les entreprises sont dirigées essentiellement dans l'intérêt des actionnaires, ce qui a conduit à une exigence de rentabilité élevée du capital, à de fortes distributions de dividendes...

Il existe (ou existait) bien d'autres formes de capitalisme :

- *un capitalisme européen continental et japonais, qui associe (associait) les différents partenaires de l'entreprise salariés-syndicats ; dirigeants ; sous-traitants et clients ; banques (prêteurs) et aussi actionnaires ; il s'agit d'un capitalisme de « stakeholders » et non de « shareholders » ;*
- *un capitalisme de conglomerats familiaux (par exemple en Inde) ;*
- *un capitalisme étatique, avec forte intervention de l'Etat, forte présence d'entreprises publiques ou mixtes (en Chine, en Russie, au Brésil).*

Ces modèles ne sont bien sûr pas purs : on trouve du capitalisme « familial » en Chine, en Italie, en France... ; du capitalisme étatique en Europe...

Jusqu'à une période récente, l'évolution était clairement en faveur du capitalisme de type « anglo-saxon » auquel se ralliaient de plus en plus de pays, soit en raison de l'échec du modèle local de capitalisme (par exemple relation de long terme avec les banques, au Japon, en Allemagne ; défaut des banques et entreprises d'État en Chine ; chute de l'URSS...), soit en raison de l'insuffisante taille des investisseurs domestiques en actions (zone euro), des fusions boursières...

Mais la conversion du monde entier au modèle anglo-saxon, qui faisait il y a quelques années l'objet du consensus, est maintenant plus douteuse, pour plusieurs raisons :

- *vigueur du capitalisme familial (en Inde, maintenant aussi en Chine) ;*
- *souhait de certains États de garder le contrôle des secteurs stratégiques (Russie, Chine, pays producteurs de matières premières) ;*
- *rejet politique de certains effets du capitalisme anglo-saxon (pays émergents, mais aussi France...) ;*
- *localisation mondiale de l'épargne, donc de la capacité d'acquérir les entreprises, dans les pays émergents et exportateurs de matières premières.*

Le modèle « anglo-saxon » de capitalisme

Le modèle « anglo-saxon » de capitalisme a les caractéristiques suivantes :

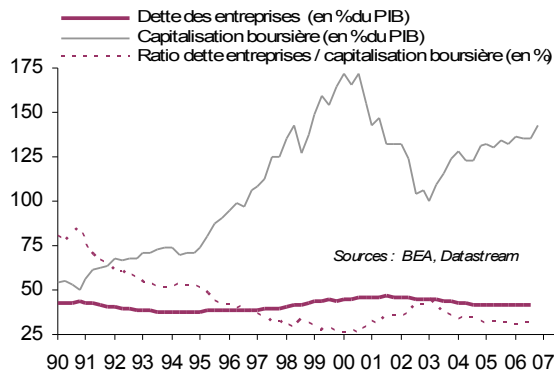
- financement davantage en actions que par dette ;
- détention du capital des entreprises majoritairement par des investisseurs institutionnels (fonds de pension...) ;
- gestion des entreprises dans l'intérêt des actionnaires et non des autres partenaires de l'entreprise (salariés, clients, sous-traitants, prêteurs...), d'où un niveau élevé de rentabilité du capital et des distributions importantes de dividendes.

Nous allons comparer dans cet article : les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France, l'Italie, le Brésil, la Chine, l'Inde, la Russie.

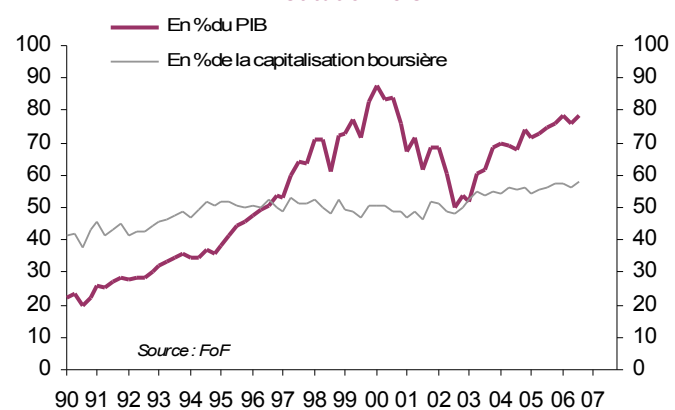
Les signes du capitalisme « anglo-saxon » sont donc : une capitalisation boursière élevée par rapport à l'endettement des entreprises ; une détention importante du capital des entreprises par les investisseurs institutionnels ; une rentabilité élevée du capital et de fortes distributions de dividendes.

La capitalisation boursière et la détention d'actions par les investisseurs institutionnels aux États-Unis (**graphiques 1a-b**) et au Royaume-Uni (**graphiques 2a-b**) sont nettement plus élevées qu'en Allemagne (**graphiques 3a-b**), qu'en France (**graphiques 4a-b**), qu'en Italie (**graphiques 5a-b**), au Brésil (**graphique 6**), en Chine (**graphique 7**), en Inde (**graphique 8**), en Russie (**graphique 9**).

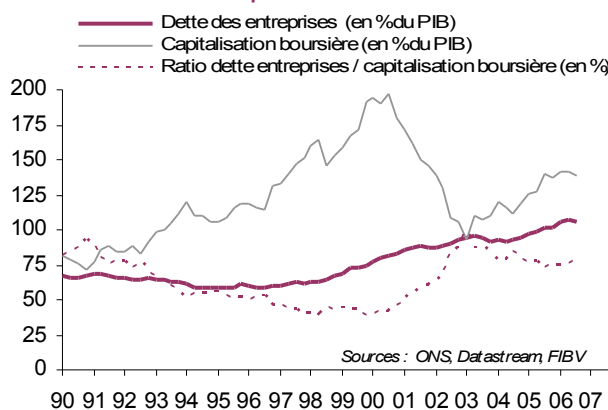
Graphique 1a
Etats-Unis : dette des entreprises (en % du PIB)/capitalisation boursière (en % du PIB)



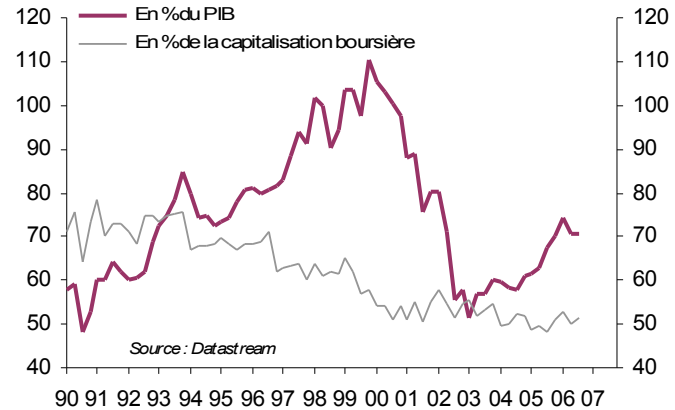
Graphique 1b
Etats-Unis : actions détenues par les institutionnels



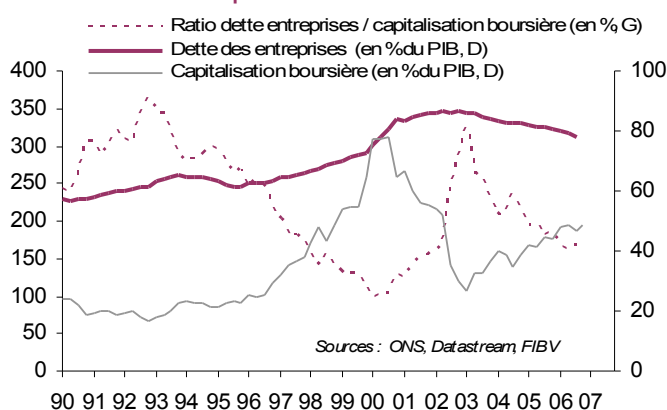
Graphique 2a
Royaume-Uni : dette des entreprises et capitalisation boursière



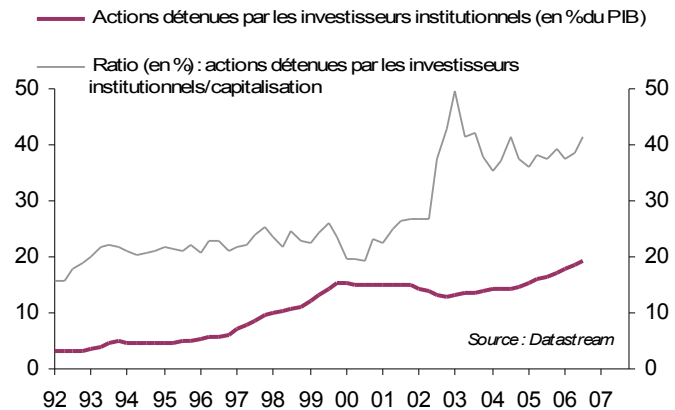
Graphique 2b
Royaume-Uni : actions détenues par les institutionnels



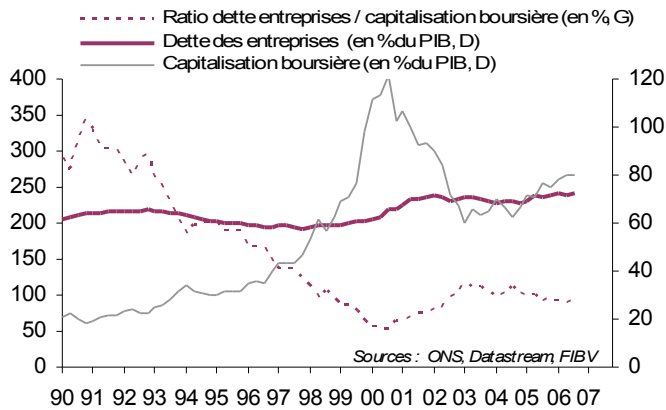
Graphique 3a
Allemagne : dette des entreprises et capitalisation boursière



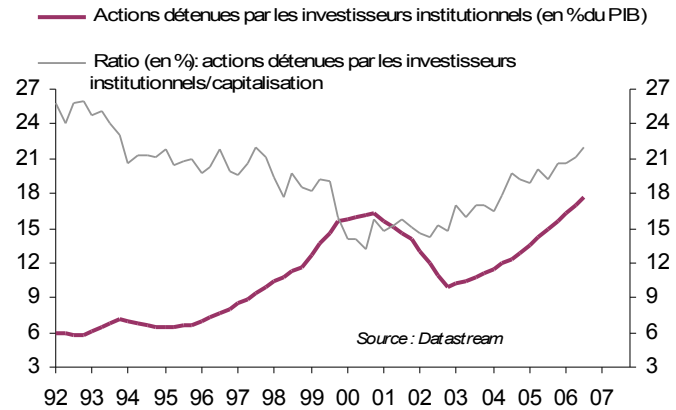
Graphique 3b
Allemagne : actions détenues par les institutionnels



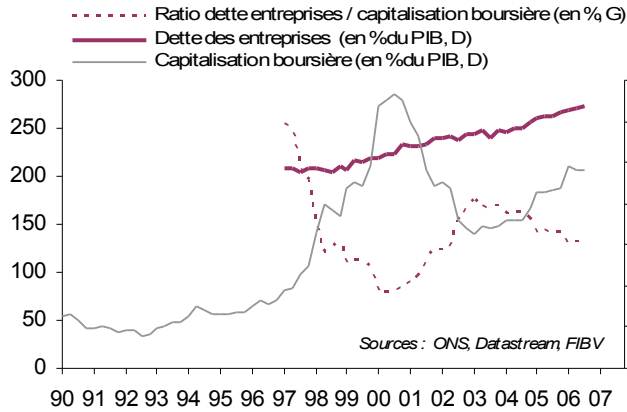
Graphique 4a
France : dette des entreprises et capitalisation boursière



Graphique 4b
France : actions détenues par les institutionnels



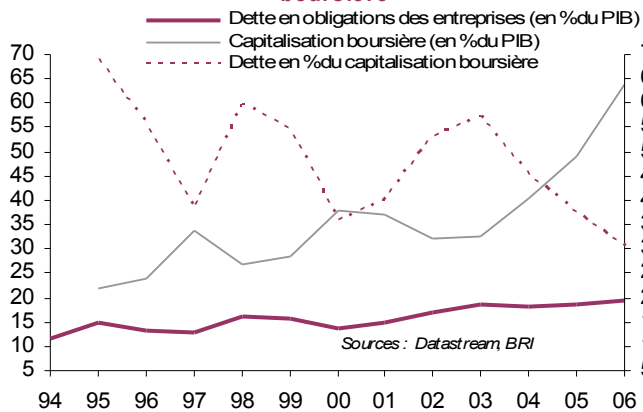
Graphique 5a
Italie : dette des entreprises et capitalisation boursière



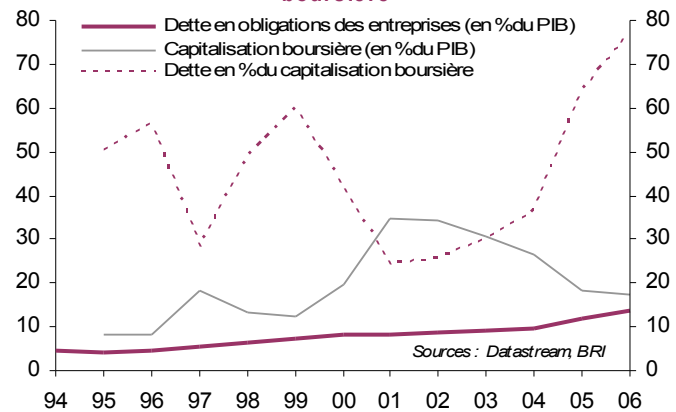
Graphique 5b
Italie : actions détenues par les institutionnels



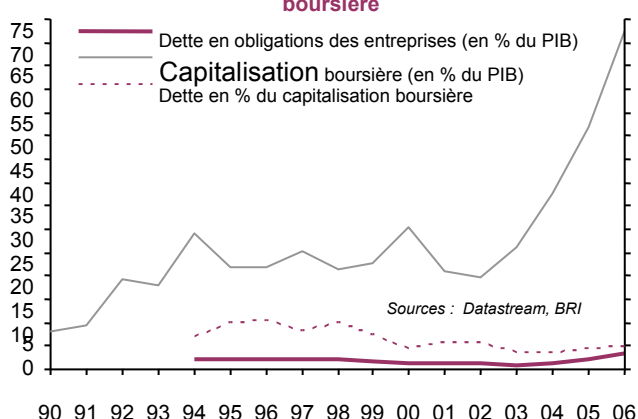
Graphique 6
Brésil : dette des entreprises et capitalisation boursière



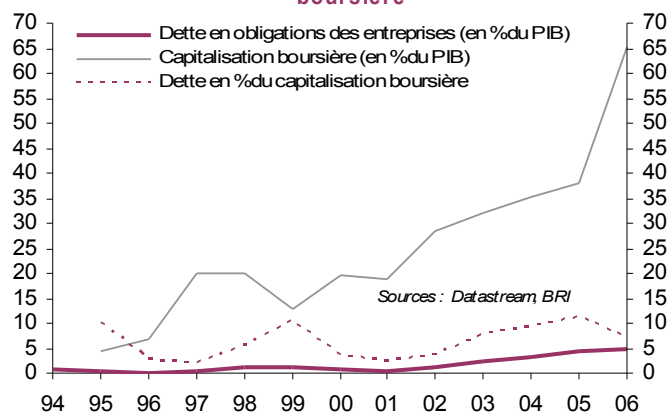
Graphique 7
Chine : dette des entreprises et capitalisation boursière



Graphique 8
Inde : dette des entreprises et capitalisation boursière

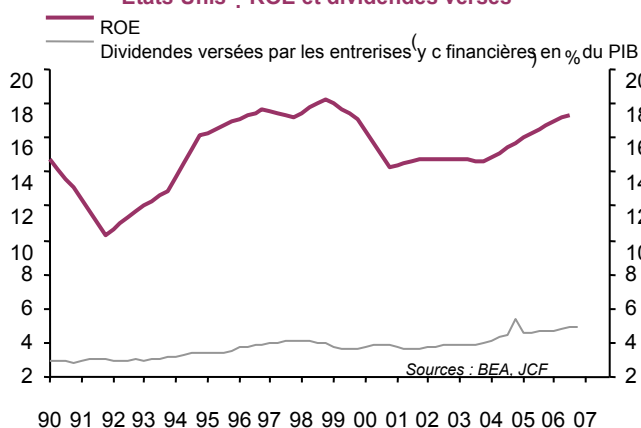


Graphique 9
Russie : dette des entreprises et capitalisation boursière

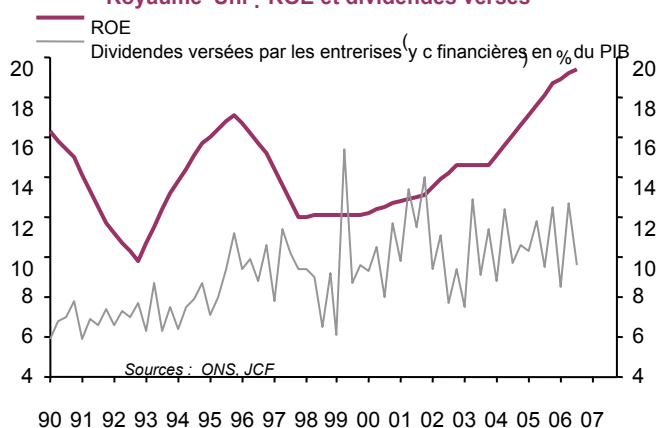


Le rendement du capital (ROE) et les dividendes versés sont depuis plus longtemps élevés aux États-Unis (**graphique 10a**), au Royaume-Uni (**graphique 10b**) que dans les autres pays (**graphiques 10c à 10i**). Ces caractéristiques du capitalisme anglo-saxon apparaissent donc bien.

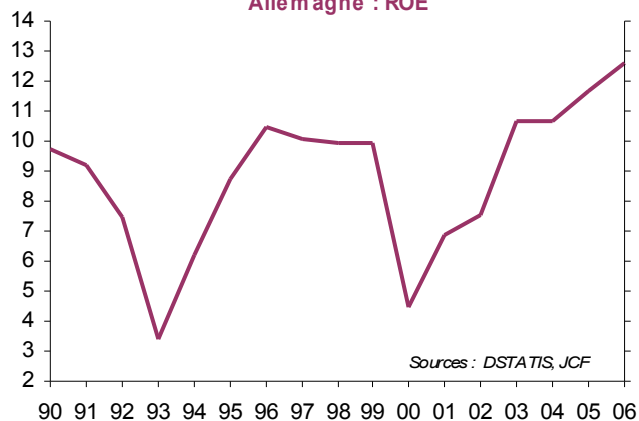
Graphique 10a
Etats Unis : ROE et dividendes versés



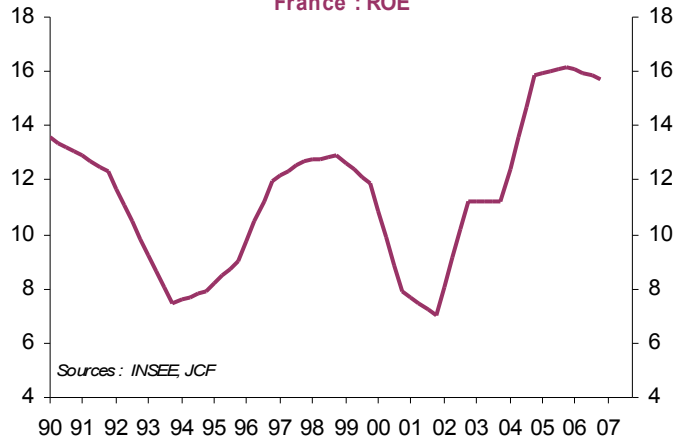
Graphique 10b
Royaume Uni : ROE et dividendes versés



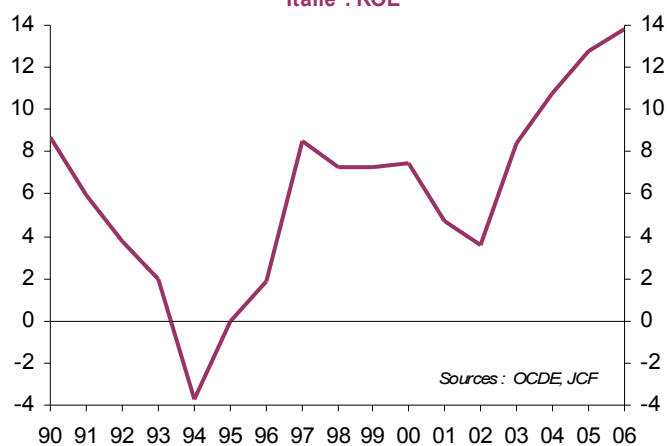
Graphique 10c
Allemagne : ROE



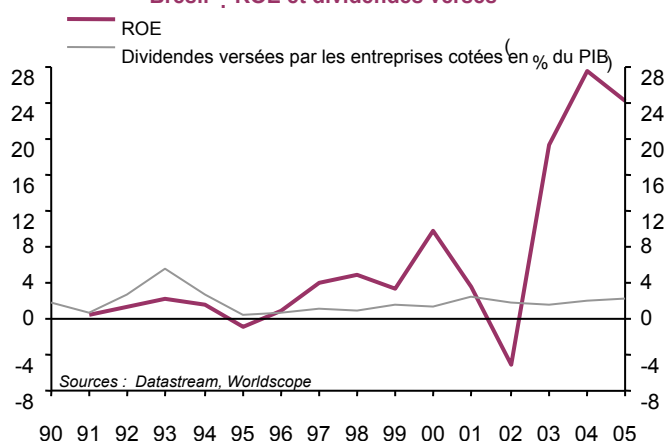
Graphique 10d
France : ROE



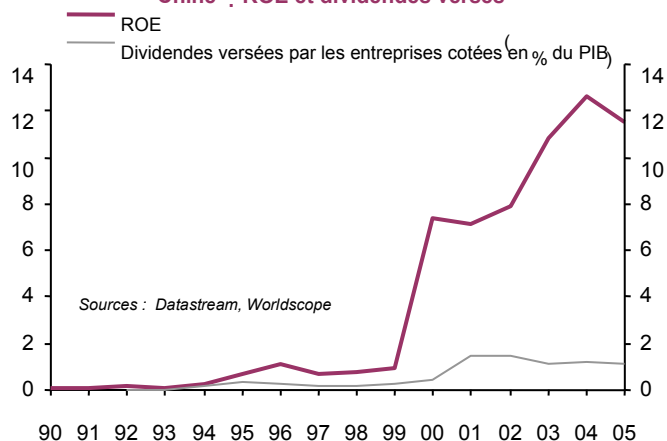
Graphique 10e
Italie : ROE



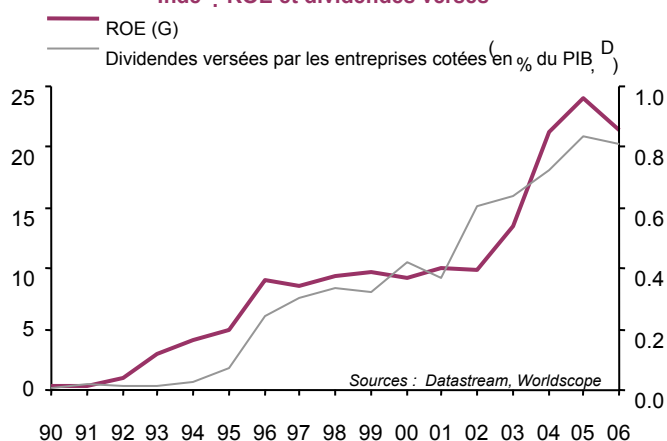
Graphique 10f
Brésil : ROE et dividendes versés



Graphique 10g
Chine : ROE et dividendes versés

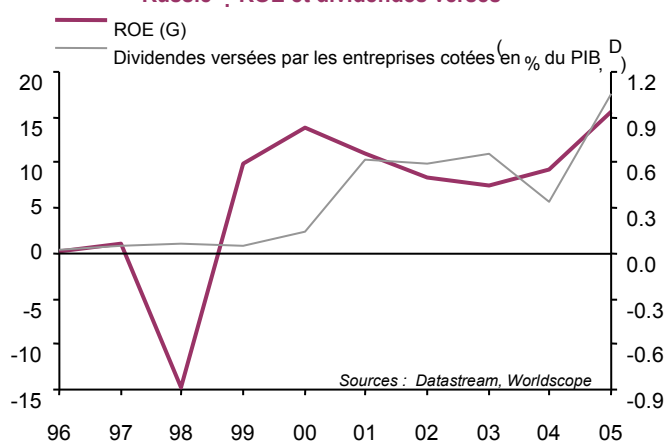


Graphique 10h
Inde : ROE et dividendes versés



Graphique 10i

Russie : ROE et dividendes versés



Les causes de l'extension du modèle anglo-saxon

Ce qui précède montre que, jusqu'à présent, on a assisté à une extension du modèle de capitalisme anglo-saxon : développement des marchés d'actions et des investisseurs

institutionnels, développement du rôle des fonds (*hedge funds*, fonds de *private equity*, **tableau 1a**), taille des banques anglo-saxonnes (**tableau 1b**), convergence de tous les pays vers les exigences de rentabilité du capital déjà obtenues dans les pays anglo-saxons (**graphiques 11a-b**).

Tableau 1a

	Investissement Private Equity (en Milliards de \$)	Encours des hedge funds (Monde, Mds de \$)
1996	8.6	-
1997	11.0	116.6
1998	16.2	142.1
1999	26.8	187.7
2000	32.3	234.9
2001	21.7	319.3
2002	26.1	387.5
2003	32.9	669.8
2004	45.9	1042.2
2005	58.5	1184.7
2006	-	1355.6

Source : EVCA

Tableau 1b

Classement des 50 grandes capitalisation boursières des banques mondiales

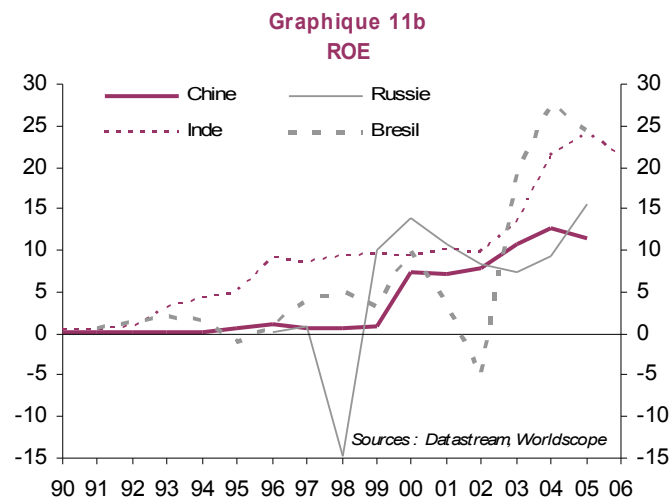
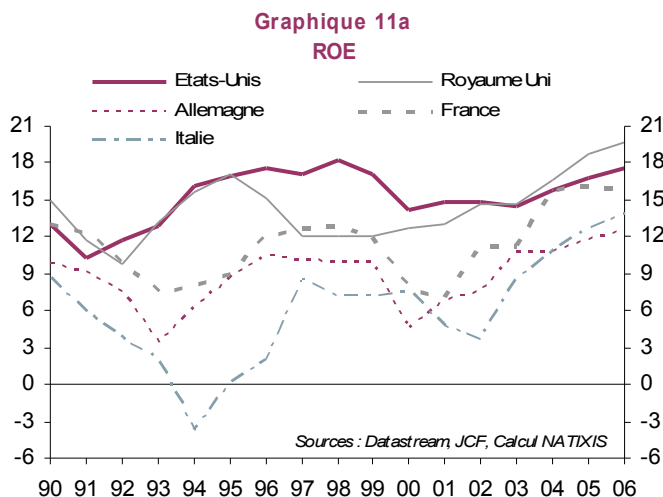
	Etablissement	Capitalisation boursière (en Mds de \$)	Pays	Secteur d'activité
1	CITIGROUP	273.7	UNITED STATES	Banks
2	BANK OF AMERICA	239.8	UNITED STATES	Banks
3	HSBC HOLDINGS	212.2	HONG KONG	Banks
4	HSBC HDG. (ORD \$0.50)	210.9	UNITED KINGDOM	Eq. Investment Inst
5	AMERICAN INTL.GP.	186.3	UNITED STATES	Life Insurance
6	JP MORGAN CHASE & CO.	167.6	UNITED STATES	Banks
7	CHINA CON.BANK 'H'	143.0	CHINA	Specialty Finance
8	MITSUBISHI UFJ FINL.GP.	132.8	JAPAN	Real Estate Inv.Trust
9	UBS 'R'	127.7	SWITZERLAND	Banks
10	BERKSHIRE HATHAWAY 'A'	123.7	UNITED STATES	Reinsurance

Tableau 1b (suite)

1	ROYAL BANK OF SCTL.GP.	122.8	UNITED KINGDOM	Life Insurance
1	WELLS FARGO & CO	120.0	UNITED STATES	Banks
1	BNC.SANTANDER CTL.HISP.	116.6	SPAIN	Investment Services
1	BNP PARIBAS	101.4	FRANCE	Investment Services
1	ING GROEP CERTS.	97.7	NETHERLANDS	Specialty Finance
1	BARCLAYS	92.7	UNITED KINGDOM	Prop. & Casualty Ins.
1	UNICREDITO ITALIANO	91.2	ITALY	Banks
1	WACHOVIA	90.0	UNITED STATES	Banks
1	ALLIANZ	88.3	GERMANY	Real Estate Hold, Dev
2	BBV ARGENTARIA	85.4	SPAIN	Real Estate Hold, Dev
2	MORGAN STANLEY	85.4	UNITED STATES	Investment Services
2	GOLDMAN SACHS GP.	84.9	UNITED STATES	Investment Services
2	CREDIT SUISSE 'R'	84.8	SWITZERLAND	Banks

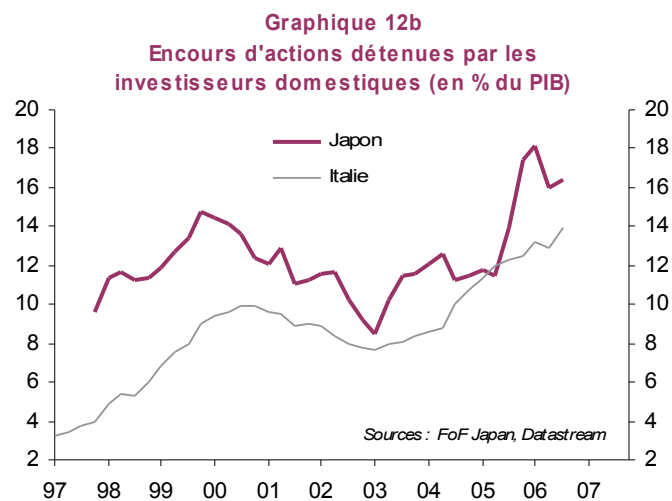
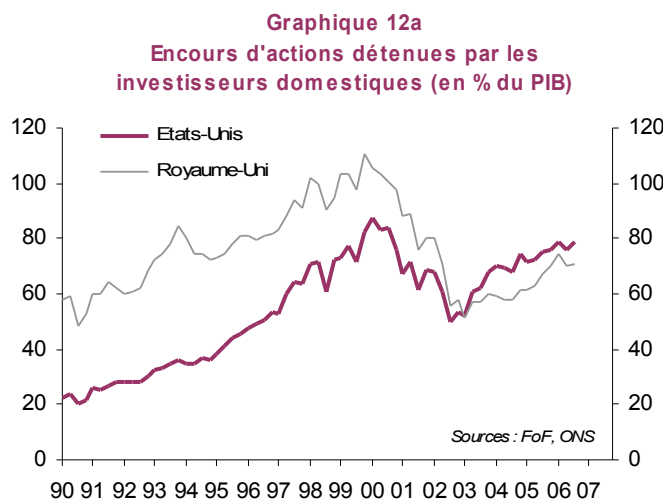
3				
2				
4	MIZUHO FINL. GP.	84.7	JAPAN	Banks
2				
5	AXA	84.6	FRANCE	Banks
2				
6	HBOS	83.3	UNITED KINGDOM	Specialty Finance
2				
7	MERRILL LYNCH & CO.	82.0	UNITED STATES	Investment Services
2				
8	SUMITOMO MITSUI FINL.GP.	79.2	JAPAN	Banks
2				
9	SOCIETE GENERALE	78.2	FRANCE	Eq. Investment Inst
3				
0	AMERICAN EXPRESS	73.1	UNITED STATES	Prop. & Casualty Ins.
3				
1	DEUTSCHE BANK	69.8	GERMANY	Specialty Finance
3				
2	SBERBANK OF RUSSIA	65.5	RUSSIAN FEDERATION	Banks
3				
3	US BANCORP	63.6	UNITED STATES	Life Insurance
3				
4	LLOYDS TSB GROUP	63.0	UNITED KINGDOM	Investment Services
3				
5	CREDIT AGRICOLE	62.9	FRANCE	Investment Services
3				
6	ABN AMRO HOLDING	61.3	NETHERLANDS	Eq. Investment Inst
3				
7	ROYAL BANK CANADA	61.1	CANADA	Banks
3				
8	FANNIE MAE	57.9	UNITED STATES	Mortgage Finance
3				
9	GENERALI	56.1	ITALY	Banks
4				
0	FORTIS (BRU)	55.5	BELGIUM	Banks
4				
1	FORTIS (AMS)	55.5	BELGIUM	Full Line Insurance
4				
2	MANULIFE FINANCIAL	52.2	CANADA	Specialty Finance
4				
3	NATIONAL AUS.BANK	51.9	AUSTRALIA	Banks
4				
4	INDL.& COML.BK.OF CHINA 'H'	51.6	CHINA	Banks
4				
5	COMMONWEALTH BK.OF AUS.	50.3	AUSTRALIA	Banks
4				
6	FREDDIE MAC	47.1	UNITED STATES	Mortgage Finance
4				
7	INTESA SANPAOLO	46.4	ITALY	Banks
4				
8	BERKSHIRE HATHAWAY 'B'	45.9	UNITED STATES	Reinsurance
4				
9	KBC GROUPE	44.9	BELGIUM	Mortgage Finance
5				
0	METLIFE	44.9	UNITED STATES	Life Insurance

Source : Worldscope



Fondamentalement, les causes du développement du capitalisme anglo-saxon sont les suivantes :

- l'effondrement du communisme ;
- l'insuffisance de la taille des investisseurs en actions dans les pays d'Europe Continentale (**graphiques 12a-b-c, tableau 2**), ce qui a interdit le maintien de la propriété domestique des entreprises (tableau 3) ;
- les fusions probables des bourses entre les États-Unis et l'Europe, évidemment ;
- les crises des autres modèles renforçant la tendance à l'intégration des modèles.



Graphique 12c
Encours d'actions détenues par les investisseurs domestiques (en % du PIB)

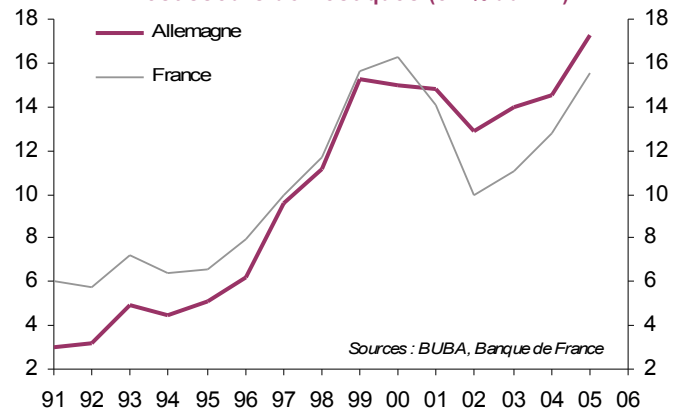


Tableau 2
Actif des fonds de pension (en % du PIB)

Etats-Unis	62.4
Royaume Uni	75.6
Japon	34.5
Allemagne	5.8
France	4.5
Italie	2.5

Source : Sources nationales

Tableau 3
Part des non-résidents dans la détention (en % du total)

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Etats-Unis	Japon	Royaume Uni
Détention du capital des sociétés cotées par les non résidents (*)	47.7	47.1	63.2	42.0	19	12	30.7

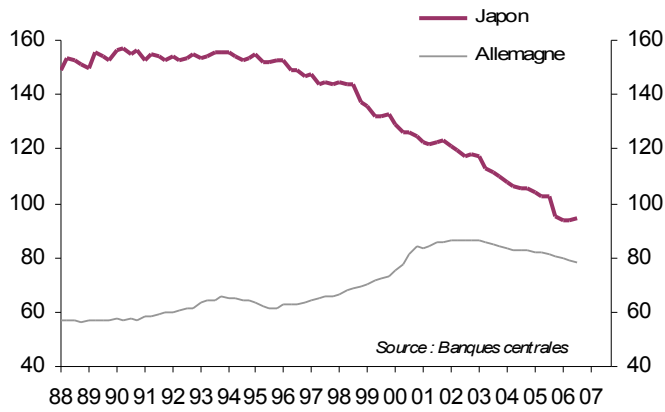
(*) CAC, DAX, MIBTEL, S&P
sources: Banques de France, Worldscope, Natixis

1- Au Japon et en Allemagne, la crise du modèle de relation de long terme entre banques et entreprises.

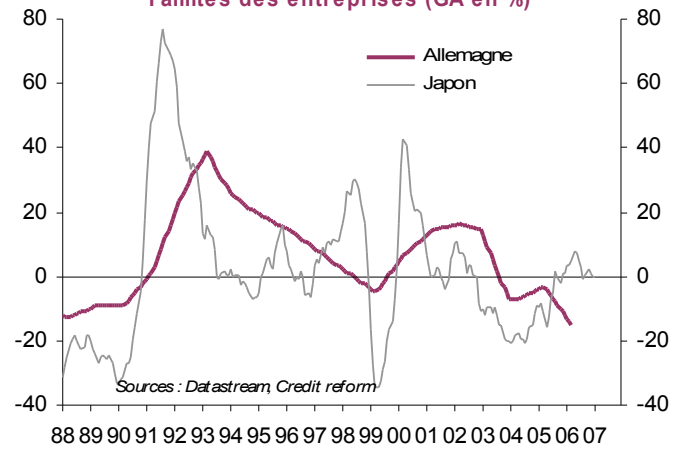
On pensait que cette relation de long terme entre banques et entreprises (**encadrés 1-2**) facilitait l'échange d'informations, donc était stabilisante ; en réalité, elle a amené un surendettement des entreprises (**graphique 13a**), un manque d'analyse des risques d'où l'importance des faillites (**graphique 13b**) et l'abandon de ce système, au début des années 1990 au Japon, à la fin des années 1990 en Allemagne.

Le **graphique 13c** montre le recul du crédit aux entreprises depuis le début des années 1990 au Japon, depuis la fin des années 1990 en Allemagne.

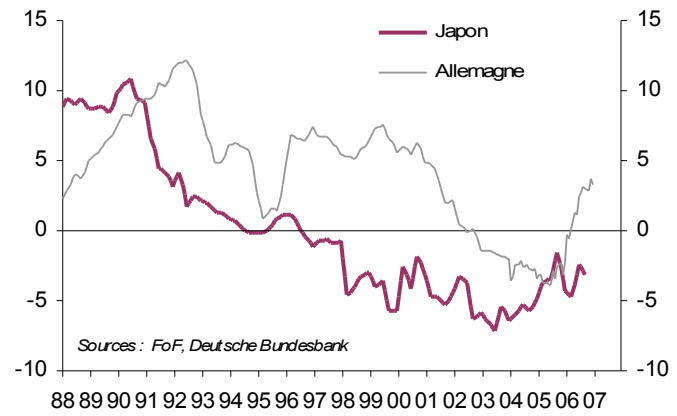
Graphique 13a
Dettes des entreprises (en % du PIB)



Graphique 13b
Faillites des entreprises (GA en %)



Graphique 13c
Crédits aux entreprises (GA en %)



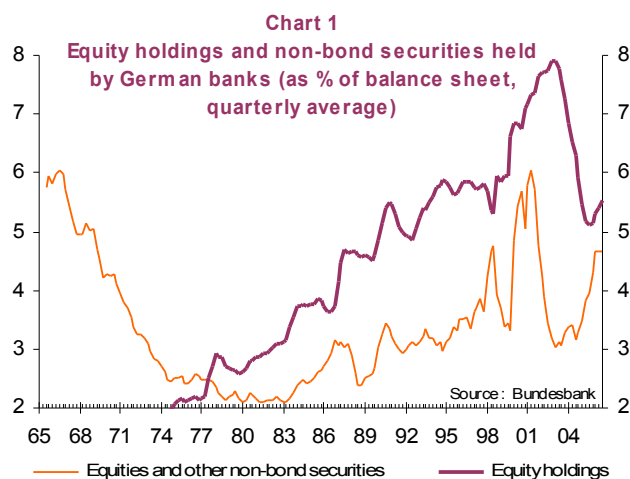
Encadré 1 Les relations banques / entreprises en Allemagne

La politique économique allemande a soutenu la concentration industrielle et une structure stable de l'actionnariat jusqu'à la seconde moitié du vingtième siècle. Les « grandes banques »¹ sont donc historiquement engagées dans les vieilles industries (chimie, électricité, automobile notamment).

Après une vague de déconcentration, favorisée par la mise en place d'un office des cartels au lendemain de la seconde guerre mondiale, les participations industrielles des grandes banques allemandes ont augmenté de la fin des années 1970 jusqu'à la bulle internet (**graphique 1**).

L'éclatement de la bulle boursière, les changements comptables IFRS et Bâle II, ont conduit le secteur financier allemand à se recentrer sur son cœur de métier, afin de dégager des fonds propres. De nombreuses participations historiques ont été cédées depuis (**tableau 1**). Ce processus a été encouragé par l'abolition de l'impôt sur la cession aux participations en 2002.

Rien ne semble indiquer que cette phase de désengagement soit aujourd'hui arrivée à terme, l'objectif de rentabilité du capital demeurant une priorité. La tradition allemande suggère toutefois que le désengagement ne sera pas total.



¹ Deutsche Bank, Dresdner Bank et Commerzbank + HVB à partir de 1999 et Postbank à partir de 2005.

Tableau 1 - Participations industrielles du secteur financier allemand

	Au 31/12/2004, en % du capital	Au 31/12/2005, en % du capital		Au 31/12/2004, en % du capital	Au 31/12/2005, en % du capital
Deutsche Bank			Allianz		
Daimler Chrysler AG	10,4	4,4	BASF AG	2,6	2,6
Deutz AG	4,5	2,0	Bayer AG	5,2	4,8
Herlitz AG	13,1	-	Beiersdorf AG	7,3	7,3
Linde AG	10,0	10,0	Bilfinger Berger AG	25,0	-
Südzucker AG	4,8	-	BMW AG	4,1	4,1
WMF AG	11,7	11,7	E.ON AG	3,5	3,5
			Heidelberger Druck. AG	13,4	12,2
Commerzbank			KarstadtQuelle AG	10,6	8,5
Heidelberger Druck. AG	10,0	10,0	Linde AG	11,5	11,5
Linde AG	10,0	10,0	Röhn-Klinikum AG	-	6,7
MAN AG	6,8	6,8	RWE AG	4,8	4,4
			Schering AG	11,8	11,4
München-Rück			Siemens AG	1,3	1,3
Forst Ebnath AG	96,7	96,7			
Heidelberger Druck. AG	6,0	5,9			
Jenoptik AG	9,4	-			
Mediclin AG	23,4	29,9			
WMF AG	11,3	11,3			

Sources: rapports annuels

Encadré2 Japon : les relations banques / entreprises

• Depuis la fin de la seconde guerre mondiale, un système de « banque principale » unique au Japon

Le système de banque principale a constitué l'ossature qui a soutenu le développement de l'industrie japonaise après la fin de la guerre. On dit que ce système est un legs du système qui attribuait une banque principale aux producteurs de biens nécessaires à la poursuite de la guerre pendant la Seconde Guerre mondiale pour leur garantir l'accès au financement. Le système de « banque principale » est fondé sur une relation commerciale unique : une banque donnée parmi plusieurs prêteurs est responsable de la gouvernance d'entreprise et de la survie d'une entreprise créditrice définie, jouant ainsi le rôle de garant et de prêteur en dernier ressort. Lorsque l'entreprise a des problèmes de gestion, la banque principale doit l'aider jusqu'au bout, même aux dépens de son intérêt propre.

• La course effrénée aux titres boursiers dans les années 80 : une nouvelle pratique financière adoptée par les entreprises

L'euphorie des années 1980, couplée à l'impossibilité d'utiliser tous les fonds qui entraient au Japon à cette époque, a mené à une course effrénée aux titres boursiers². Les banques, les compagnies d'assurances, les entreprises industrielles et même les particuliers se sont lancés dans l'investissement de leur épargne à la bourse, dont les cours montaient infiniment plus rapidement que les taux d'intérêts. Notons que les taux d'intérêts étaient à l'époque fixés par le ministère des Finances à des niveaux extrêmement bas, autour de 2%, ce afin de limiter le coût des prêts bancaires aux entreprises. Conserver son épargne à la banque (ou dans des comptes postaux) était alors peu payant comparé à l'investissement à la bourse. La hausse des cours boursiers et l'euphorie ont aussi mené à la spéculation foncière et à la mise sur pied de nombreux projets immobiliers extravagants.

Plusieurs des pratiques qui se sont généralisées dans les années 1980 étaient des nouveautés au Japon. Traditionnellement, depuis le XIXe siècle, les Japonais, autant les grandes entreprises que l'État et les particuliers, avaient une confiance limitée dans la bourse qu'ils voyaient comme un repère de spéculateurs peu scrupuleux. Les grandes entreprises préféraient emprunter aux banques pour obtenir du capital plutôt que de vendre des actions en bourse. L'avantage de ces emprunts pour ces entreprises se trouvait dans le fait d'échapper aux demandes des actionnaires. Par ailleurs, les relations à long terme avec une ou plusieurs banques permettaient de minimiser les risques. Enfin, les entreprises achetaient des actions les unes des autres

² Le Japon jouissait alors de forts surplus de la balance commerciale, ce qui lui permettait d'investir massivement dans les pays occidentaux. En retour, ces investissements entraînaient des profits considérables, rapatriés au Japon. Ces entrées de fonds servaient non seulement à couvrir des investissements pour augmenter une productivité industrielle déjà remarquable mais aussi à financer le déficit du budget américain.

(système de participation croisée) et ces actions étaient conservées pour de longues périodes, ce qui à la fois renforçait les relations entre ces entreprises et donnait à chacune une grande stabilité.

Ces attitudes ont changé avec l'abondance des années 1980. Les grandes entreprises, avec ces profits accrus, ont commencé à moins dépendre des banques. De plus, elles se sont rendues compte des profits énormes qu'elles pourraient faire à la bourse. Plusieurs d'entre elles ont alors emprunté à des institutions financières, sur garantie des prix accrus de leurs terrains ou de celui des actions d'autres entreprises qu'elles détenaient, pour investir dans les titres cotés en bourse. D'autres ont vendu leurs actions à d'autres entreprises afin de faire des profits. Les banques ont voulu profiter de la manne et ont prêté de grandes sommes pour fin de spéculation. Ces nouveaux comportements ont beaucoup rapporté quand les cours boursiers ont triplé en valeur entre 1986 et 1989 (l'indice Nikkei est passé de 13 000 environ en 1986 à près de 39 000 en décembre 1989).

•La crise de 1990 a mis un terme à la symbiose jusque là observée entre entreprises et secteur financier

Le retournement de 1990 a enclenché un cercle vicieux de contraction du crédit, faillites, ventes d'actifs immobiliers qui ont contribué à leur tour à la baisse des prix. Cette spirale déflationniste a touché également la Bourse par le biais des participations croisées : les banques vendaient une partie de leurs portefeuilles pour encaisser les plus-values des décennies antérieures. L'indice Nikkei s'est effondré sans jamais se redresser. Les prix de l'immobilier dans les grandes villes ont chuté de 70 % sur la même période. Les banques et autres institutions financières ont tenté de recouvrer les sommes prêtées, mais plusieurs entreprises n'étaient pas en mesure de payer. Au lieu de forcer certaines de ces entreprises à faire faillite, les banques leur ont prêté de nouveau pour payer les intérêts des prêts antérieurs.

Plusieurs banques, caisses de crédit et autres institutions financières ont alors accumulé les mauvaises créances. Quant au ministère des Finances, qui avait la responsabilité de surveiller les pratiques du secteur financier, le fonctionnement de ses relations avec les institutions financières a retardé son intervention. Les officiels du gouvernement ont donc couvert plusieurs pratiques, sinon illégales, du moins dangereuses pour l'ensemble de l'économie. Le comportement des fonctionnaires a retardé le dévoilement de l'étendue de la crise et, par extension, la mise en place et la mise en application de mesures efficaces. Ce n'est qu'avec la faillite des caisses de crédit, en 1994, que l'étendue de la crise est apparue au grand jour. Par la suite, des banques régionales, puis la quatrième firme de courtage (Yamaichi) et, en 1998, la Banque de crédit à long terme ont déclaré faillite.

La spéculation a été clairement identifiée comme cause principale de la crise, mais on s'aperçoit maintenant que cette spéculation, à laquelle une bonne partie de la population japonaise a participé, a été laissée sans contrôle par ceux qui devaient la baliser. En octobre 1998, le parlement, a voté, contre toute attente, un ambitieux programme visant à régler une partie des problèmes du secteur financier. Il fallait notamment inciter les institutions financières à faire à nouveau crédit aux entreprises rentables, ce qu'elles hésitaient à faire à cause de leurs mauvaises créances encore en suspens. Il aura fallu du temps mais en mars 2006, les créances douteuses ont atteint 13,4 trillions de yens (contre 31,8 en mars 2000). Pour autant, les entreprises japonaises semblent toujours suivre une logique de désendettement, préférant renforcer leur capacité d'autofinancement (plus de 110% en T3-06). La symbiose entre les entreprises et le secteur financier qui prévalait au Japon depuis la fin de la seconde guerre mondiale n'existe plus.

•L'exemple Daiei : Symbole du succès et de l'échec de la symbiose entre les entreprises et le secteur financier de l'après-guerre

L'ascension et la chute de Daiei, qui fut un temps la première chaîne de supermarchés au Japon, symbolise le succès et l'échec de la symbiose entre les entreprises et le secteur financier du Japon de l'après-guerre, un système qui vit les banques paralysées par des créances douteuses d'un montant extravagant et incapables de rompre leurs relations avec des entreprises malades.

Daiei qui était une modeste pharmacie à sa création en 1957 a réussi en quinze ans à devenir la plus grande entreprise de commerce de détail au Japon. Cette chaîne de supermarchés a su s'attirer les faveurs des consommateurs par ses méthodes rompant avec la tradition, et notamment par les bas prix auxquels elle vendait sa gamme de produits très divers, alimentation, confection, produits de la maison et électronique de grande consommation.

Le déclin de l'empire Daiei a commencé avec les investissements téméraires de l'entreprise dans des secteurs autres que son activité principale, comme l'immobilier et le loisir, notamment avec la construction du stade Fukuoka Dome pour sa très populaire équipe de base-ball professionnel des Daiei Hawks. Daiei a naturellement beaucoup souffert de la chute de valeur de ses actifs, conséquence de l'éclatement de la bulle spéculative, et s'est retrouvée très endettée vis-à-vis de ses banques. Son incapacité à suivre l'évolution des goûts des

consommateurs et la modification de leurs valeurs a aussi, selon les analystes, affaibli son activité principale, les supermarchés. Son endettement a culminé en 2000, lorsqu'il a atteint 2400 milliards de yens (environ 22 milliards de dollars). Au début de 2002, lorsque Daiei était au bord de la faillite à un moment où l'économie japonaise était encore très fragile, le gouvernement de M. Koizumi redoutait l'impact économique et politique qu'aurait eu sa faillite. Le Premier ministre a alors fait une déclaration pour lui sans précédent en demandant qu'on ne laisse pas Daiei sombrer. Conscientes de ces pressions politiques, les banques ont convenu de l'aider en annulant une partie de ses créances, à hauteur de 520 milliards de yens. Avant cela, en 2001, elles lui avaient déjà accordé une aide de 120 milliards de yens. Mais ces mesures pour permettre la survie de Daiei n'auront servi qu'à retarder la résolution du problème de base des banques, c'est-à-dire les créances douteuses, et de celui de Daiei, l'endettement excessif. En réalité, elles n'auront qu'exacerbé le problème.

Daiei est devenu l'exemple typique de ces entreprises qui auraient dû en réalité se retirer du marché ou être radicalement réorganisées, parce qu'elles n'avaient aucune véritable perspective d'avenir, et qu'elles étaient gravement malades et artificiellement maintenues en vie. Il paraît clair aujourd'hui que si le problème des créances douteuses a duré si longtemps au Japon, c'est parce que les Japonais n'ont pas su démanteler les entreprises qui auraient dû l'être en raison de leur profonde incapacité à se redresser et à rembourser leurs dettes, et parce qu'ils n'ont pas su agir avec la détermination nécessaire pour résoudre rapidement le problème. **Un autre aspect était l'existence de nombreuses entreprises, artificiellement maintenues en vie par les banques qui ne voulaient pas leur disparition.**

Une conséquence du système de « banque principale » unique au Japon

Pour Daiei, les principaux prêteurs étaient UFJ Bank, Mitsui Sumitomo Bank, et Mizuho Corporate Bank. UFJ Bank était de loin la première, puisqu'elle avait prêté à Daiei 400 milliards de yens. Avant la création d'UFJ Bank par la fusion entre Sanwa Bank et Tokai Bank, Sanwa Bank était la banque principale de Daiei. Les trois autres méga-banques, Mitsubishi Tokyo Financial Group, Mitsui Sumitomo Bank Group, et Mizuho Financial Group ont réussi à réduire dans une certaine mesure leurs créances douteuses, tandis qu'UFJ en avait pour 4600 milliards de yens. C'est parce qu'elle est la banque principale non seulement de Daiei, mais aussi du promoteur Daikyo et de Sojitz (la nouvelle entité résultant de la fusion entre les anciennes maisons de commerce Nissho Iwai et Nichimen), entreprises qui étaient toutes deux en piteux état. Afin de répondre à l'exigence de l'Agence des services financiers qu'elle réduise de moitié ses créances douteuses d'ici à mars 2005, UFJ se devait absolument de liquider celles qu'elle avait dans ses entreprises et tout particulièrement dans Daiei.

Daiei a demandé à ses trois banques de renoncer à 400 milliards supplémentaires de créances. C'était sa troisième demande d'abandon partiel. Mais les banques ont réagi en demandant que Daiei se place sous l'autorité de l'Industrial Revitalization Corp., la structure gouvernementale créée pour aider les entreprises au bord de la faillite. Les banques menaçant de cesser toute assistance financière si Daiei n'acceptait pas la protection de l'IRC, l'entreprise a dû admettre sa défaite. Si les banques ont su se montrer si résolues, c'est en raison des pressions exercées par l'Agence des services financiers qui veut régler le problème des créances douteuses.

2- En Chine, les disparitions des entreprises d'État, mal gérées, excessivement endettées (graphique 14, tableaux 4-5), d'où les difficultés des banques.

Graphique 14
Chine : structure de l'emploi urbain (millions de personnes)

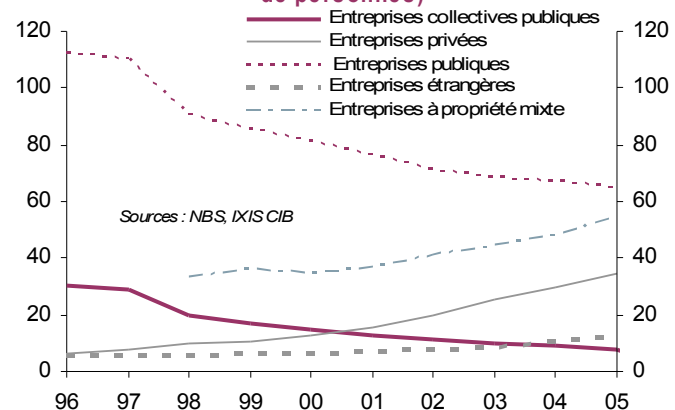


Tableau 4
Chine : répartition du crédit bancaire (flux, 2005, % du total)

Ménages	30
dont immobilier	21
autres	9
Entreprises privées & individuelles	3
Entreprises publiques	60
Gouvernement	7

Sources : PBoC, Natixis

Tableau 5
Créances douteuses des banques, milliards USD

	2001	2002	2003	2004	2005	T1-06
4 banques d'Etat	282	273	233	191	131	132
Ensemble du système bancaire	282	273	233	191	131	132

Source : CBRC

La disparition de fait de la cogestion en Allemagne (**encadré 3**), la faiblesse de l'actionnariat salarié (**encadré 4**).

Ces évolutions (faible taille des investisseurs en actions en Europe, généralisation des exigences élevées de rentabilité du capital, chute des autres modèles - communisme, capitalisme d'État, capitalisme d'Europe Continentale...) ont fait croire à la victoire définitive du capitalisme anglo-saxon. Mais cette victoire n'est pas si certaine.

Encadré 3 **La cogestion en Allemagne**

La cogestion est un pilier historique du capitalisme rhénan. Ses grands moments ont été la loi initiale de dans l'industrie du Charbon et de l'acier en 1951, étendue en 1976. En 2004, une nouvelle loi est revenue sur le caractère paritaire de la cogestion.

La cogestion garantit aux salariés un **droit de participation à la décision dans l'entreprise à trois niveaux** :

- Chaque employé dispose d'un droit d'informations étendu sur le contenu et les responsabilités de son travail ;
- Un comité d'entreprise (*Betriebsrat*) peut être fondé à l'initiative des salariés dans toute société qui emploie au moins cinq personnes ;
- Des représentants du personnel sont nommés au conseil de surveillance des sociétés qui emploient au moins 500 personnes (*Aufsichtsrat*).

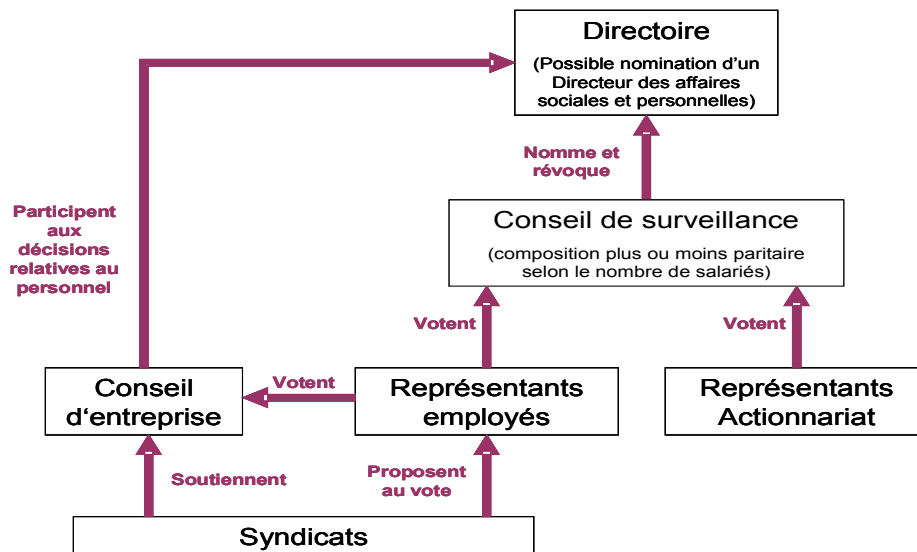
Le **comité d'entreprise** dispose d'un droit d'information sur la politique des personnels de l'entreprise. Il doit conseiller l'employeur et dispose d'un droit de veto quant à l'organisation du travail, les formations proposées, etc.. Il est l'interlocuteur direct de l'employeur pour compléter les possibles lacunes des conventions collectives (salaires, temps de travail, avantages sociaux, etc.). Le comité d'entreprise a une obligation de coopération avec la direction.

Le **conseil de surveillance** a un rôle vital : il nomme et révoque le Directoire des sociétés. Il en surveille les décisions et vérifie les comptes de la société. La représentativité du personnel au conseil de surveillance augmente avec le nombre des salariés :

- Pour les entreprises de moins de 2000 mais de plus de 500 employés, le conseil de surveillance est composé d'un tiers de représentants du personnel contre deux tiers de représentants de l'actionnariat (*Drittelbeteiligungsgesetz* de 2004).
- Pour les entreprises de 2000 employés et plus, la représentativité au conseil de surveillance est en apparence paritaire, mais en cas de pat, l'actionnariat a une voix de plus que les représentants du personnel, via son directeur qu'il nomme unilatéralement (*Mitbestimmungsgesetz* de 1976).

- Les entreprises du secteur de l'acier et du charbon sont historiquement soumises à une loi spécifique (Montanmitbestimmung de 1951), qui prévoit une représentativité paritaire du personnel et de l'actionnariat au conseil de surveillance. Par ailleurs, cette loi prévoit la nomination, validée par les deux tiers des représentants du personnel, d'un directeur des affaires sociales et personnelles (*Arbeitsdirektor*) au Directoire de l'entreprise.

Les principes de la cogestion en Allemagne



Source: Köstler [2004, H.7]

Encadré 4 L'actionnariat salarié en France

Tandis que l'intéressement des salariés est facultatif en France, leur participation aux résultats est obligatoire pour les entreprises qui emploient au moins 50 personnes. Elle vise à associer le salarié au développement de l'entreprise à moyen terme, en lui permettant d'acheter des actions de l'entreprise à un prix préférentiel. On observe une décote moyenne de 20%. D'autres placements sont toutefois possibles.

Il existe deux outils principaux de participation: les plans d'épargne entreprise (PEE) et les fonds commun de placement d'entreprise (FCPE).

Le PEE est un contrat d'épargne alimenté par les versements volontaire du salarié, limités à 25% de sa rémunération brute, par la participation, ainsi que par un abondement de l'entreprise plafonné à 300% du montant versé volontairement par le salarié et 2300 euros par an, 4140 euros si les versements sont investis pleinement en actions de l'entreprise.

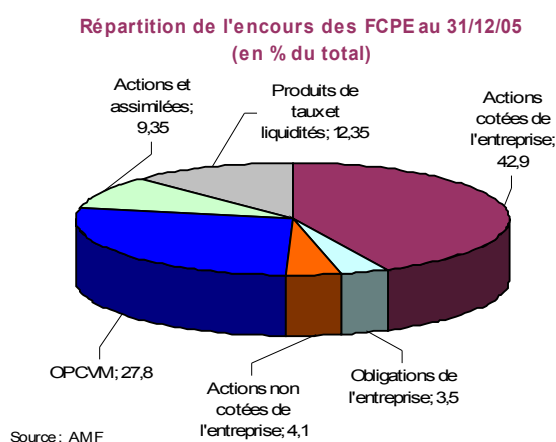
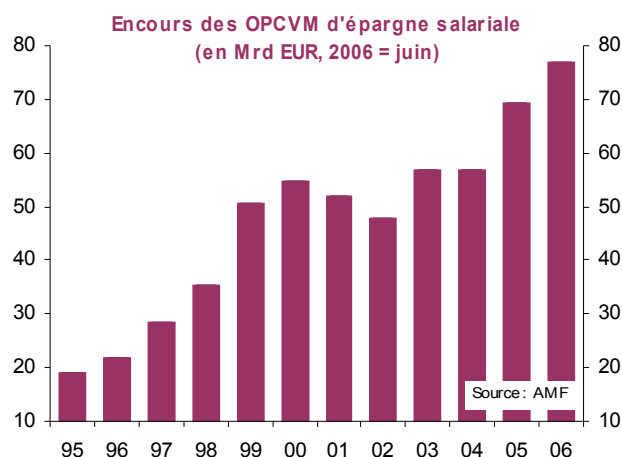
Les FCPE sont une forme particulière de PEE où l'épargne versée n'est pas destinée à acheter des actions de l'entreprise, mais des fonds communs de placements. Les FCPE sont proches d'une SICAV proposée par une banque commerciale, à la différence qu'ils sont dotés d'un conseil de surveillance où siègent des représentants des salariés et de la direction de l'entreprise. Si les FCPE sont constitués d'au moins 30% d'actions de l'entreprise, on parlera de FCPE d'actionnariat, sinon de FCPE diversifié.

Les avantages fiscaux liés à l'actionnariat salarié sont : la non-soumission aux charges sociales à l'exception des 8% de CSG ; la déductibilité du résultat imposable de l'entreprise des sommes abondées ; l'exonération fiscale des plus-values réalisées lorsqu'elles sont capitalisées.

En contrepartie à ses avantages, les sommes versées sont bloquées pendant une période minimum de cinq ans. Neuf cas prévus autorisent un débloqué.

En 2001, l'épargne salariale a fait l'objet d'une réforme, visant entre autres à ouvrir ses avantages aux salariés des PME par la création de plans d'épargne interentreprises (PEI) et à allonger la durée de l'épargne de 5 à 10 ans par la création des plans d'épargne salariale volontaire (PPESV) dont les avantages fiscaux et sociaux sont supérieurs aux PEE. Ces plans ont été renommés en plan d'épargne pour la retraite (PERCO) en 2003.

L'actionnariat salarié se développe rapidement, en particulier depuis la réforme de 2001. L'encours des FCPE a été multiplié par 4 au cours des onze dernières années. Il se monte à 77 Mrds EUR à fin juin 2006. En moyenne, 51% de cet encours est composé de titres, cotés ou non, de l'entreprise.



Les obstacles à la victoire du capitalisme anglo-saxon

Il s'agit :

- de la vigueur du capitalisme familial. Le **tableau 6** montre l'importance du capitalisme familial en Amérique Latine, en Europe Continentale, en Asie ;

Tableau 6
Proportion des entreprises contrôlées par des familles ou détenues par des actionnaires dispersés

Pays	Sources	Contrôle supposé à 10%		Contrôle supposé à 20%	
		Déterminé par le public	Contrôle familial	Déterminé par le public	Contrôle familial
Argentine	(1)	0	65	0	65
Australie	(1)	55	10	65	5
Autriche	(1)	5	15	5	15
Belgique	(1)	0	50	5	50
Canada	(1)	50	30	60	25
Canada	(2)	17,54	46,67	36,24	26,18
Danemark	(1)	10	35	40	35
Finlande	(1)	15	10	35	10
France	(1)	30	20	60	20
France	(3)	8,92	70,44	17,79	64,83
Allemagne	(1)	35	10	50	10
Allemagne	(3)	5,61	71,64	14,02	64,62
Grèce	(1)	5	65	10	50
Hong Kong	(1)	10	70	10	70

Hong Kong	(4)	0,6	64,7	7	66,7
Indonésie	(4)	0,6	68,6	5,1	71,5
Irlande	(1)	45	15	65	10
Israël	(1)	5	50	5	50
Italie	(1)	15	20	20	15
Italie	(3)	7,83	64,87	15,86	59,61
Japon	(1)	50	10	90	5
Japon	(4)	42	13,1	79,8	9,7
Corée	(1)	40	35	55	20
Corée	(4)	14,3	67,9	43,2	48,4
Malaisie	(4)	1	57,5	10,3	67,2
Mexique	(1)	0	100	0	100
Pays Bas	(1)	30	20	30	20
Nouvelle Zélande	(1)	5	45	30	25
Norvège	(1)	5	25	25	25
Philippines	(4)	1,7	42,1	19,2	44,6
Portugal	(1)	0	50	10	45
Singapour	(1)	5	45	15	30
Singapou	(4)	1,4	52	5,4	55,4
Espagne	(1)	15	25	35	15
Espagne	(3)	12,74	67,33	28,06	55,79
Suède	(1)	0	55	25	45
Suisse	(1)	50	40	60	30
Taiwan (Chine)	(4)	2,9	65,6	26,2	48,2
Thaïlande	(4)	2,2	56,5	6,6	61,6
Royaume-Uni	(1)	90	5	100	0
Royaume-Uni	(3)	27,06	33,75	69,08	19,88
Etats-Unis	(1)	80	20	80	20
Etats-Unis	(2)	38,95	23,37	69,26	6,13

Sources : (1) La Porta et al. (1999, tables 2 & 3). (2) Attig, Gadhoun, Lang (2003). (3) Faccio, Lang (2002)^a. (4) Claessens, Djankov, Lang (2000)

- de souhait (en Chine, en Russie, en Amérique Latine) des États de conserver le contrôle des secteurs stratégiques (**encadrés 5 et 6**) ;

Encadré 5 **La reprise de contrôle du secteur énergétique par l'État russe**

Depuis l'arrivée de Vladimir Poutine au pouvoir en 2000, le contrôle du secteur énergétique s'est imposé comme un objectif majeur du Kremlin. Le gouvernement a confirmé son intention de garder la mainmise sur le réseau d'oléoducs et de gazoducs d'exportation, tandis que le projet de loi sur l'« utilisation du sous-sol » présenté en mars 2005 prévoit un durcissement des conditions d'accès et d'exploitation des gisements dits « stratégiques » pour les investisseurs étrangers.

Gazprom, qui étend ses activités aux domaines pétrolier, nucléaire et électrique, et l'entreprise d'État Rosneft émergent comme les deux pôles publics grâce auxquels l'État russe entend réorganiser et contrôler le secteur énergétique.

Fin 2004, l'entreprise d'État Rosneft a racheté louganskneftegaz, principale unité de production de loukos.

Parallèlement, la part de l'État dans le capital de Gazprom a augmenté en 2005, passant de 38% à 51%, en lien avec la fusion en septembre de Gazprom avec le cinquième producteur pétrolier et unique producteur de gaz Sibneft. Gazprom détient désormais environ 75,5% de Sibneft, ce qui en fait le troisième plus important acteur dans le domaine du pétrole, derrière l'Arabie saoudite et l'Iran. En mai 2006, la hausse de la capitalisation boursière de Gazprom la place au 3^e rang mondial. Gazprom apparaît ainsi de plus en plus au coeur de la réorganisation que l'État entend mener dans le secteur des hydrocarbures.

Au final, l'État russe contrôlerait aujourd'hui plus de 30% de la production de pétrole alors qu'il en contrôlait environ 20% il y a trois ans.

Dans un rapport datant de novembre 2006, l'OCDE estime que la mainmise de plus en plus importante du gouvernement russe dans les domaines de l'énergie, la production d'électricité, l'aviation et la finance doit être

considérée « comme un recul ». Selon l'OCDE, « le bilan de l'État en tant que propriétaire de sociétés industrielles et financières est médiocre ». «

Il est donc probable que l'accroissement de la présence de l'État dans des secteurs importants contribuera (...) à réduire l'efficacité et à ralentir leur croissance », souligne l'organisation. Gazprom est notamment mis en exergue par le rapport: « l'appétit apparemment insatiable du monopole gazier public (...) pour l'acquisition de nouveaux actifs, souvent aux dépens d'un recentrage sur son cœur de métier, est particulièrement préoccupant ». Il note que l'absence de « mesures significatives » visant à restructurer ce secteur freine le développement d'autres producteurs alors même que le maintien de la production gazière russe est de plus en plus incertain.

La Russie a en effet un fort besoin d'efforts d'investissements, qui ne représentent aujourd'hui que 18-19% du PIB, niveau relativement faible.

Encadré 6

Bolivie et Venezuela : les politiques de reprise de contrôle des ressources rares en Amérique Latine

Récemment, certains pays latino-américains ont mis en place des mesures cherchant à maximiser les revenus tirés de leurs exportations au moyen de réformes de la fiscalité, voire à travers l'accroissement de la part de la propriété étatique dans le secteur des hydrocarbures.

En Amérique latine, l'État a joué, très tôt, un rôle très important dans le développement de l'industrie pétrolière et gazière. La nationalisation de compagnies privées étrangères est intervenue dans les années 1920 et 1930 en Argentine, Bolivie ou Mexique, avec la création d'entreprises publiques dotées du monopole d'activité. Une nouvelle vague de « nationalisme pétrolier » a eu lieu entre les années 50 et les années 70 avec, comme point d'orgue, en 1975, la nationalisation du pétrole au Venezuela. Dans le cadre des approches « développementistes » en vigueur dans les pays en latino-américains, cette dernière vague de nationalisations faisait aussi partie d'une tendance tiers-mondiste qui avait gagné du terrain dans de nombreux pays exportateurs de pétrole –en particulier ceux de l'OPEP.

Pendant les années 90, en revanche, les réformes à orientation libérale ont entraîné des privatisations et un vaste programme de déréglementation des économies. Toutefois, ces réformes n'ont pas affecté de manière homogène les industries d'hydrocarbures des différents pays de cette région. Ainsi, l'Argentine et la Bolivie ont complètement privatisé leurs compagnies nationales, alors que le Mexique a préservé le monopole d'Etat, prévu par la Constitution, de l'exploitation de l'or noir. Le Venezuela, quant à lui, a gardé l'entreprise étatique tout en ouvrant l'exploitation de certains champs aux capitaux étrangers (l'ouverture pétrolière adoptée au milieu des années 90).

Le retour en force dans les années 2000 d'un « nationalisme économique » se produit dans une conjoncture de prix internationaux élevés et de crainte d'une stagnation des réserves pétrolières au niveau mondial. Par conséquent, plusieurs pays ont cherché à changer les règles du jeu pour capter une part plus importante de la rente pétrolière et gazière. Cette nouvelle orientation est à relier aussi à un changement du « climat intellectuel et politique » en Amérique latine : les opinions publiques des principaux pays de la région sont à présent plutôt critiques à l'égard du désengagement de l'État intervenu dans les années 90 et demandent que les pouvoirs publics, tout en encourageant la croissance, appliquent des politiques sociales plus agressives. Mais c'est surtout dans deux pays -jusqu'à présent- que les gouvernements ont mis l'accent sur l'importance de récupérer une part plus importante des revenus découlant de l'exploitation des ressources énergétiques afin d'accroître les dépenses sociales, dans le cadre d'un retour au discours nationaliste : la Bolivie et le Venezuela.

Dans le cas de la Bolivie, le décret de nationalisation des hydrocarbures, promulgué le 1er mai 2006 par le gouvernement d'Evo Morales, est survenu après les graves conflits sociaux et politiques de la première moitié des années 2000. Au début de cette décennie, dans ce pays qui est le plus pauvre de l'Amérique du Sud, le président Gonzalo Sanchez de Lozada a dû partir en exil après avoir réprimé violemment les mouvements sociaux en faveur de la nationalisation des hydrocarbures. Après cette « guerre du gaz », le successeur de Sanchez de Lozada, Carlos Mesa, a décidé, sous la pression des manifestations, d'augmenter considérablement les taxes sur l'exploitation des hydrocarbures.

La « nationalisation sans expropriation » - l'un des engagements pris par Evo Morales lors de la campagne électorale-, qui devait permettre une substantielle augmentation des recettes du fisc liées au gaz et des montants alloués aux programmes sociaux, a bien entendu généré des tensions avec les compagnies étrangères et avec le gouvernement de Lula, en raison de l'implication de Petrobras dans l'exploitation des hydrocarbures en vue surtout de l'approvisionnement du Brésil. Mais un nouveau *modus vivendi* a été atteint avec la signature, en octobre 2006, de 44 nouveaux contrats avec les compagnies étrangères –une dizaine-, qui sont toutes restées en Bolivie, le deuxième producteur de gaz en Amérique du Sud. Institutionnalisés par une loi promulguée le 3 décembre 2006, ces nouveaux contrats établissent que la compagnie étatique Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB) reprend la commercialisation des hydrocarbures et cogère l'exploitation des gisements avec les entreprises étrangères pour le compte de la puissance publique. De fait, l'État n'a « nationalisé » que le

commerce et le raffinage des hydrocarbures, en augmentant au passage considérablement ses recettes. Quant aux compagnies transnationales elles devraient pouvoir poursuivre leurs investissements en Bolivie sous réserve cependant que le prix de cession du gaz à YPFB (pour sa commercialisation) leur assure une rentabilité suffisante pour rester au pays sur une période allant de 10 à 30 ans (la durée des nouveaux contrats).

En ce qui concerne le Venezuela, la grande puissance énergétique du sous-continent latino-américain (sixième producteur mondial de brut, ce pays a des réserves qui comptent parmi les plus importantes du monde si on tient compte des réserves de brut extra lourd très délicat à exploiter), le durcissement à l'égard des compagnies privées a été progressif. Le président Chavez a d'abord cherché à redéfinir « l'ouverture pétrolière » des années 90. Outre le fait de réclamer aux majors des arriérés d'impôts et d'augmenter les royalties –qui sont passés de 16,6 à 33,3%- et l'impôt sur les sociétés –qui sont passées de 34 à 50%- qui frappent les entreprises du secteur, le gouvernement a visé la transformation des activités d'exploration-production –sous la forme de contrats de services -des compagnies privées en joint-ventures, grâce à la création de sociétés mixtes où la compagnie pétrolière d'État PDVSA devait avoir la majorité absolue jusqu'à atteindre 70%. La quasi-totalité des compagnies étrangères concernées ont accepté ces dispositions, adoptées en mars 2006.

Mais, depuis sa réélection, obtenue en décembre 2006, Chavez, qui a annoncé qu'il voulait accélérer le pas vers le « socialisme du XXI^e siècle » -aux contours toujours assez flous-, a radicalisé son discours, en décidant d'avancer vers la nationalisation des secteurs considérés stratégiques. Alors que le Congrès lui a octroyé des pouvoirs pour gouverner par décret pendant dix-huit mois, il brandit la menace d'une nationalisation totale des activités pétrolières concernant la ceinture de l'Orénoque si les discussions entre le gouvernement et les compagnies privées n'aboutissent pas. En fait, des négociations sont en cours depuis début 2006 pour ce qui concerne les activités d'exploration et exploitation du brut extra-lourd de cette zone (235 milliards de barils de réserves estimées), où opèrent quatre « associations stratégiques » entre grandes compagnies internationales et PDVSA. D'après le gouvernement, ces négociations doivent déboucher aussi sur la création de sociétés mixtes contrôlées par PDVSA, avec plus de 50% du capital. Or les compagnies étrangères, qui ont réalisé des investissements considérables à la fin des années 90 pour extraire ce brut très lourd jusqu'alors totalement sous exploité par les Vénézuéliens, et le transformer en un brut de bonne qualité recherché par les marchés, ne veulent pas céder le contrôle des activités (sans compter avec le fait qu'une diminution de leur participation aura un effet négatif sur le montant des réserves prouvées dont elle peuvent se prévaloir).

Si les divers acteurs concernés agissent raisonnablement, le bras de fer engagé entre les compagnies étrangères et l'État vénézuélien ne devrait pas aboutir à une rupture. Ces compagnies ont déjà accepté des aggravations successives de la fiscalité pendant les dernières années car elles espèrent pouvoir développer leurs activités sur ce domaine minier très technologique, mais aux vastes réserves. La prise de contrôle majoritaire de ces activités par PDVSA risque cependant de les détourner de tout nouvel investissement dans cette région du pays, en attendant que la confiance revienne. Dans l'intervalle les Vénézuéliens pourraient se tourner vers les nouveaux joueurs, comme les compagnies chinoises ou indiennes qui ont manifesté leur intérêt, mais les capacités technologiques de ces compagnies « émergentes » ne semblent pas en mesure de concurrencer celles de grandes multinationales occidentales – qui disposent des technologies adéquates pour traiter un pétrole lourd et profond en le transformant en pétrole utilisable et de qualité-.

Le gouvernement vénézuélien, pour sa part, n'est pas en mesure de relever ce défi technologique alors que PDVSA n'est pas rétablie de la grève de début 2003 et des milliers de licenciements de cadres qui en ont résulté. PDVSA ne peut pas non plus relever toute seule le défi financier qu'elle s'est imposée en lançant un plan d'investissements de 56 milliards de dollars à l'horizon 2012, dont une très large partie ne pourra qu'être réalisée par le secteur privé.

En jouent à fond la carte de l'accroissement de la part de la propriété étatique dans le secteur des hydrocarbures, Chavez fait un pari risqué. Pour le gagner, il devra trouver le dosage approprié qui permettrait concilier ses impératifs politiques avec les logiques technologiques et financières.

- du rejet du capitalisme anglo-saxon et de l'économie de marché dans certains pays (France, **tableau 7**) ;

Tableau 7
La liberté d'entreprise et l'économie de marché est le meilleur système pour le monde futur

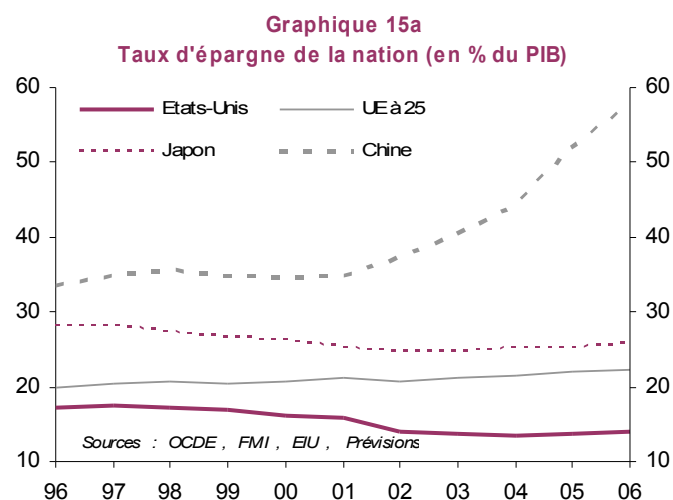
	Total Agree	Total Disagree	Strongly Agree	Somewhat Agree	Somewhat Disagree	Strongly disagree	Depends/ Neither	DK/Refused
Argentina	42	29	11	31	13	16	2	26
Brazil	57	30	18	40	19	11	4	9
Canada	65	29	22	43	19	10	2	3
China	74	20	25	49	16	4	3	4
France	36	50	10	26	27	23	3	11
Germany	65	32	29	36	24	9	2	1

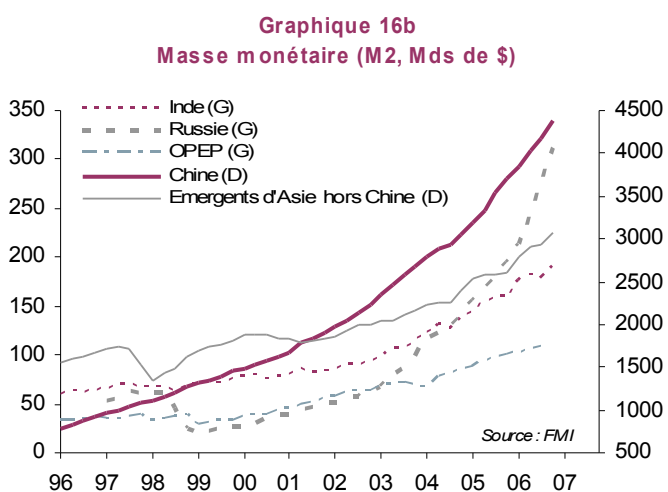
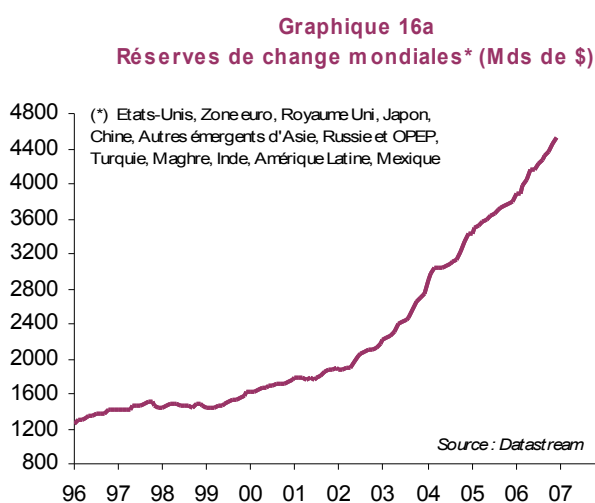
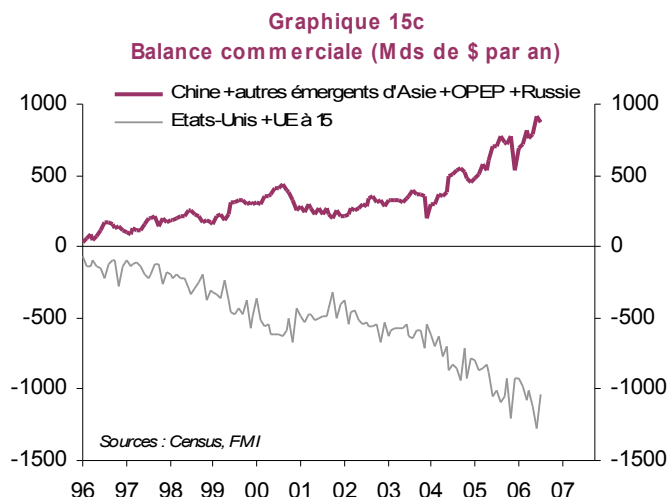
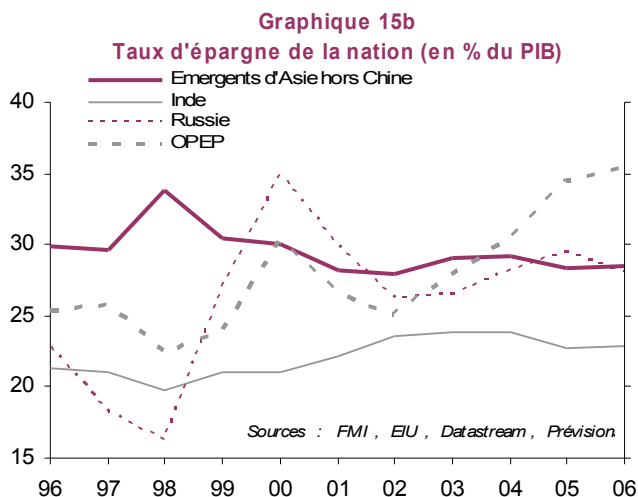
Great Britain	66	27	26	39	17	10	2	5
India	70	17	34	35	12	6	3	11
Indonesia	68	29	22	46	25	4	1	3
Italy	59	31	21	38	20	12	4	5
Kenya	59	25	33	25	12	13	3	13
Mexico	61	38	21	40	27	11	0	1
Nigeria	66	29	34	31	13	16	2	4
Philippines	73	22	23	50	17	5	2	4
Poland	63	19	22	41	14	5	4	14
Russia	43	34	11	32	25	9	7	15
S.Korea	70	19	11	60	17	2	5	6
Spain	63	28	27	36	14	14	1	8
Turkey	47	36	5	42	31	6	4	12
USA	71	24	34	37	15	9	2	3
Average	61	28	22	39	19	10	3	8

Source : Global Scan et Université du Maryland

- de la localisation mondiale de l'épargne dans les pays émergents et plus dans les grands pays de l'OCDE.

L'excès d'épargne des pays émergents et exportateurs de matières premières (**graphiques 15a-b-c**) est pour l'instant investi en actifs peu rentables et peu sophistiqués : obligations au travers des réserves de change des banques centrales (**graphique 16a**), actifs liquides (**graphique 16b**).





Le basculement progressif vers les actions de cette épargne assurera à ces pays une part croissante dans la détention du capital mondial et renforcera le poids de leur modèle du capitalisme, soit étatique (Chine, Russie, OPEP), soit familial (Chine, Inde, autres émergents d'Asie....)

Synthèse : une issue indécise

On croyait à la victoire du capitalisme « anglo-saxon », avec les difficultés des autres modèles (capitalisme de *stakeholders* en Europe, capitalisme d'État en Chine...), avec le poids des investisseurs, des banques, des fonds anglo-saxons.

Mais la résistance est forte : vigueur du modèle de capitalisme familial, renforcement du modèle étatique ; poids croissant et considérable de l'épargne venant des pays émergents où le capitalisme familial domine.