

Financiarisation au Brésil : « un tigre en papier, avec des dents atomiques » ?

vendredi 23 mai 2014, par Pierre Salama

Peut-on considérer qu'au Brésil il y ait une financiarisation heureuse ? Dans un monde où l'essor de la finance s'accompagne d'une inégalité de revenus croissante, d'une précarisation des emplois en forte hausse, d'une désaffiliation importante et d'une tendance à la stagnation des salaires réels, le Brésil se détache par sa singularité. D'un côté, la finance se développe, le crédit prend son essor, les réserves internationales augmentent, et d'un autre côté, la pauvreté baisse, les inégalités de revenus diminuent légèrement, les salaires augmentent, le ratio emplois formels/emplois informels s'améliore, le chômage est en baisse et les capacités de production oisives restent réduites. La financiarisation est-elle un « tigre en papier », comme jadis, dans les années 1960, la Chine qualifiait les États-Unis ?

À l'inverse, cette singularité brésilienne masque-t-elle un processus souterrain de décomposition en cours, cache-t-elle des menaces réelles sur l'emploi et les salaires ? Poursuivant dans la métaphore suggérée par le débat entre la Chine et l'URSS concernant les États-Unis, si la financiarisation est un tigre en papier, a-t-elle des « dents atomiques » ou, dit autrement, a-t-elle, à terme, des conséquences très graves au niveau de l'emploi et des salaires ?

Il en est de la financiarisation comme des miracles : ce sont le plus souvent des mirages. La désindustrialisation se rapproche d'un point de non retour au Brésil, les importations augmentent vertigineusement, surtout celle des biens industriels de moyenne et haute technologie, la vulnérabilité externe s'accroît et la dépendance vis-à-vis de l'exportation de matières premières est de plus en plus périlleuse, la croissance ralentit fortement et déjà la hausse des salaires réels devient de plus en plus modeste. L'essor de la financiarisation est-il principalement responsable de la désindustrialisation et des nouvelles formes de vulnérabilité au Brésil, ou bien faut-il chercher les principales causes de celles-ci à la fois dans la financiarisation et dans l'exportation de matières premières en plein essor dans les années 2000 ?

Après avoir défini ce qu'on entend par financiarisation et désindustrialisation et souligné l'originalité de la voie brésilienne, nous chercherons à expliquer pourquoi les salaires et les emplois ont augmenté alors que dans d'autres pays ils ont régressé, nous analyserons les limites de ce modèle et nous montrerons combien le « tigre en papier » qu'est la financiarisation peut s'avérer dangereux tant pour les emplois que pour les salaires.

1. Finance, financiarisation, désindustrialisation, emploi, salaires, des évolutions « originales » au Brésil

A. De quoi parle-t-on ? Que signifie le terme financiarisation ?

Pour ne pas qu'il y ait de confusions et de faux débats portés par des définitions le plus souvent floues tant de la finance-financiarisation que de la désindustrialisation, il est nécessaire de préciser les termes utilisés. La financiarisation est le seuil à partir duquel le financier, plus lucratif que l'industriel, se développe aux dépens de ce dernier. Le secteur financier semble alors s'autonomiser du secteur productif. Dans ce sens, on peut dire que les relations entre la finance et le travail sont fétichisées et complexes. Fétichisées, parce que la finance et le travail semblent opérer l'une et l'autre dans deux domaines étanches : l'argent paraît s'autonomiser, et tel le miracle des petits pains, produire de l'argent à partir de lui-même, sans que cela ait à voir avec le travail et les conditions de travail. Complexes, parce que des relations existent entre le développement de la finance et les conditions de travail (montant des salaires, emploi et types d'emplois), relations qui ne se manifestent pas seulement en période de crise ouverte. Dans le contexte de globalisation commerciale et financière, ces relations, dépassant le cadre national, sont difficiles cependant à déchiffrer.

Contrairement à de nombreux travaux, nous centrerons notre analyse sur les dividendes versés plutôt que sur le paiement des intérêts. Les intérêts nets reçus par le système financier sont certes importants et expliquent en partie le processus de financiarisation. Notre choix porte sur les effets de la

financiarisation dans le secteur industriel et, à ce niveau, il nous est apparu que la financiarisation sous forme de versement de dividendes est plus importante que celle venant de l'attrait procuré par des taux d'intérêt élevés. L'idéal serait d'analyser la distribution de dividendes dans l'industrie de transformation afin de voir s'il existe un lien entre cette distribution et la désindustrialisation. Mais force est d'observer l'absence relative de données disponibles. On dispose de données concernant le versement de dividendes par grands secteurs (finance, matières premières, industrie en général) mais pas pour l'industrie de transformation. On ne dispose pas surtout de données concernant la part des profits consacrée au versement de dividendes. On sait qu'une disposition légale oblige les entreprises au Brésil à verser au minimum 25 % de leurs profits aux actionnaires, mais on sait aussi qu'avec la financiarisation, cette part a beaucoup augmenté sans que pour autant on puisse la mesurer avec précision. Aussi sera-t-on conduit à utiliser des variables *proxy* et le plus souvent à procéder par déduction logique.

Le flou dans les définitions, et plus exactement dans les périmètres concernés, est encore plus important lorsqu'on traite de l'industrie. Celle-ci peut être considérée 1/ soit comme incluant l'industrie de transformation, l'industrie extractive, l'industrie de l'eau, voire la construction civile ; 2/ soit comme l'industrie de transformation, qualifiée parfois de manufacture et l'industrie extractive ; 3/ soit enfin comme uniquement l'industrie de transformation. Traitant de la désindustrialisation et des rapports que celle-ci entretient avec la financiarisation et de ses effets sur le travail, nous retenons la dernière définition de l'industrie, à savoir l'industrie de transformation. La désindustrialisation ne concerne en effet pas l'industrie en général mais l'industrie de transformation.

1. Finance et financiarisation

La finance, tel un Janus, a deux faces. L'une « vertueuse », l'autre « vicieuse ». L'essor des activités financières n'est pas, par nature, parasite. D'une manière générale, les entreprises agissent dans un environnement macroéconomique sur lequel elles ont en général peu de prise, et elles le font également dans un contexte d'information incomplète. La complexité de la production aujourd'hui augmente l'incertitude quant à la rentabilité des projets. La couverture de ces risques nouveaux conduit au développement de produits financiers également complexes. La complexification financière prend son envol avec la libéralisation financière (décloisonnement, désintermédiation et déréglementation). Elle a certes un coût, mais elle est censée produire un profit supérieur à ce coût [1]. Le développement de la finance, l'essor de produits financiers sophistiqués permettent donc *in abstracto* le développement du capital, car le cycle du capital ne peut se dérouler que si les activités financières permettent au capital productif d'être valorisé. L'essor d'un secteur industriel de plus en plus sophistiqué nécessite un développement plus que proportionnel du secteur financier. Le développement de la finance, de ce point de vue, est vertueux.

Les activités financières sont également parasites et prédatrices. Avec la globalisation financière et la libéralisation des marchés, la face vicieuse de la finance tend à l'emporter sur la face vertueuse. On dit alors que la finance, le financement des entreprises tendent à se transformer en financiarisation. Il y a basculement vers la « financiarisation » lorsque le développement de ces activités obéit davantage 1/ à une philosophie de la valeur actionnariale et du pouvoir croissant des actionnaires, 2/ à l'attrait des nouveaux produits financiers [2] pour eux-mêmes, plutôt qu'à l'objectif de diminution des risques pris dans le financement du productif.

La conception actionnariale de l'entreprise s'est assez rapidement imposée ces deux dernières décennies. Les rapports des *managers* aux actionnaires ont changé. L'objectif prioritaire de l'entreprise est de plus en plus d'accroître la valeur des actions et d'augmenter les dividendes versés [3].

Au niveau mondial, selon le groupe Henderson [4], le montant total des dividendes versés s'est élevé à 1030 milliards de dollars en 2013. Celui-ci s'est accru de 43 % entre 2009 et 2013 et son taux de croissance moyen a été de 9,4 % ces cinq dernières années, soit bien au-delà du taux de croissance moyen du PIB mondial [5]. La part des économies émergentes passe de 10 % en 2009 à 14 % en 2013, de l'ensemble des dividendes versés dans le monde [6]. Les BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) ont contribué pour plus de la moitié des versements des dividendes dans les économies émergentes. Au Brésil, le versement de dividendes, tous secteurs confondus, s'élève en 2009 à 9,9 milliards de dollars, en 2010 à 16,1 (+62,1 %), en 2011 à 20,9 (+30,2 %) [7]. À partir de 2012, le montant des dividendes versé baisse à 16,7 milliards de dollars (-20,1 %) et en 2013 à 13,1 (-21,6 %), suite à la baisse du cours des actions à la Bourse. En 2011, 60 % des dividendes versés aux actionnaires au Brésil sont le fait de dix entreprises. Deux entreprises se détachent : Vale (16 %) et Petrobras (8,5 %). Selon d'autres données (source Economica), l'indice des dividendes a baissé deux fois moins vite que la Bourse (Bovespa).

Bien que les données disponibles ne soient pas désagrégées, il est intéressant de comparer les entrées nettes d'investissements directs étrangers (IDE) au Brésil avec les sorties de capitaux au titre des dividendes versés et des profits rapatriés. Selon la Bradesco, entre janvier 2011 et janvier 2012, l'entrée d'IDE s'élève à 69,1 milliards de dollars et le versement des dividendes et profits rapatriés à 37,3. À mesure que le stock de capital étranger croît, le ratio flux d'investissements étrangers directs sur dividendes versés aux actionnaires baisse, les dividendes augmentant plus rapidement que les entrées de capitaux. Ces sorties de capitaux sont aujourd'hui devenues considérables et expliquent en grande partie le solde négatif de la balance des comptes courants brésilienne (-80 milliards de dollars en 2013). Ils dépassent, et de loin, les sorties au titre du service de la dette externe.

Les sorties de capitaux au titre du paiement des dividendes et des profits rapatriés agissent négativement sur le solde de la balance des comptes courants. Après avoir été excédentaire de

2003 à 2006, le solde de la balance des comptes courants se dégrade progressivement pour atteindre -81.3 milliards de dollars en 2013 (3.6 % du PIB), soit une chute de presque 100 milliards de dollars par rapport à l'excédent de 14 milliards de dollars atteint en 2005. Ce déficit s'explique, ces dernières années, pour une part importante par l'ampleur des versements des dividendes et des profits rapatriés. L'ampleur du déficit de la balance des comptes courants est telle que l'équilibre de la balance des paiements exige des entrées nettes de capitaux de plus en plus importantes. La soutenabilité du modèle brésilien repose de plus en plus sur ces entrées : les investissements étrangers directs (64 milliards de dollars en 2013) et les investissements en portefeuille (25,5 milliards de dollars) en 2013 compensent de plus en plus difficilement ces déficits croissants de la balance des comptes courants.

Le plus souvent, l'augmentation des dividendes versés se fait au détriment des profits réinvestis, et en faveur de choix court-termistes au détriment du long terme.

La financiarisation est différente selon les pays et le niveau de développement atteint par leur secteur financier. Dans les pays industrialisés, elle affecte l'actif et le passif des entreprises non financières. Dans les économies émergentes latino-américaines, les produits financiers sophistiqués dits toxiques sont encore peu nombreux, seules les grandes entreprises (en jouant sur les taux de change anticipés) et les banques, parfois, les ont utilisés ces dernières années et encore est-ce dans une mesure relativement faible. De telle sorte qu'on peut penser que, dans ces pays, la financiarisation concerne essentiellement les intérêts venant d'emprunts et les dividendes versés. Ce sont donc les contraintes imposées par le système financier aux entreprises (taux de profit élevé, forte rétribution des actionnaires, rémunération élevée sur capitaux empruntés) qui caractérisent la financiarisation plutôt que l'abus de produits toxiques. Selon les calculs de M. Bruno (2012) [8], la part des profits réinvestis dans les profits totaux baisse considérablement et se situe depuis le début des années 2000 aux alentours de 40 % à 50 % alors qu'elle était de 80 % en 1975.

B. Qu'entend-on par désindustrialisation précoce ?

Passé un certain stade de développement, il est habituel de constater une baisse relative de la part du secteur industriel dans le PIB au profit des services, sans que pour autant il y ait nécessairement désindustrialisation. Le terme de désindustrialisation est en général réservé à une baisse absolue de la valeur ajoutée de l'industrie et/ou à une réduction relative du poids de l'industrie nationale dans l'industrie mondiale en économie ouverte. On ne l'observe pas en Asie. On la constate dans la plupart des économies avancées, suite aux nombreuses délocalisations et à l'éclatement géographique de la chaîne de valeur. En Amérique latine, et plus particulièrement au Brésil, ce phénomène a tendance à intervenir beaucoup plus tôt que dans les pays avancés, d'où le recours à la notion de «

désindustrialisation précoce ». On dit en effet qu'elle est précoce lorsque le revenu par tête au début de ce processus correspond à la moitié de celui des pays avancés au moment où débute leur désindustrialisation.

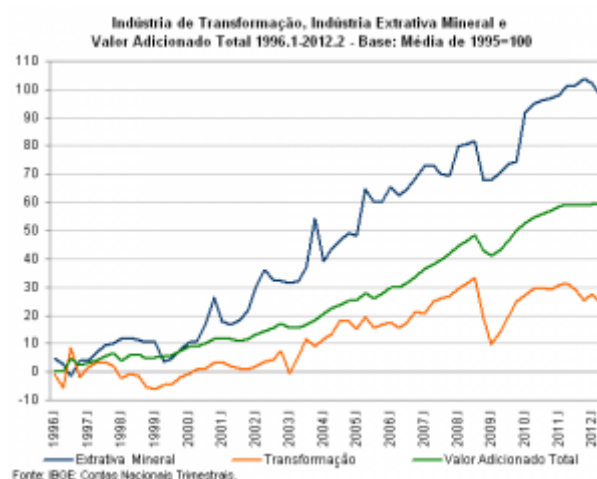
Au-delà du succès de quelques secteurs industriels comme l'aéronautique, l'automobile, l'industrie pétrolière, etc., la désindustrialisation se développe dans les années 2000 au Brésil. À la différence des pays avancés, la désindustrialisation n'est pas le produit de délocalisations massives, mais d'une destruction partielle du tissu industriel. Elle traduit à la fois la perte de compétitivité de l'industrie brésilienne et le niveau très insuffisant des infrastructures (chemins de fer, ports et aéroports, routes), voire d'accès à l'énergie.

Afin d'éviter des confusions, il est important de préciser ce qu'on entend ici par « industrie » et de préciser son périmètre. Dans certaines présentations, l'industrie est composée de l'industrie de transformation, de la construction civile, des industries extractives minières, de la production et distribution de l'eau, du gaz et de l'électricité. Dans d'autres, seules deux composantes sont considérées : l'industrie de transformation et les industries extractives. Ces deux dernières n'ont ni le même poids, ni la même évolution comme on peut le voir dans le tableau et les graphiques suivants (source : *Carta IEDEI*) :

**Participação % da
Indústria de Transformação e Extrativa Mineral
no Total do Valor Adicionado: 1996, 2003, 2007, 2011**

	Extrativa Mineral	Indústria de Transformação
1996	0,8	18,3
2003	1,0	17,0
2007	1,0	16,7
2011	1,0	15,1

Fonte: IBGE: Contas Nacionais Trimestrais.

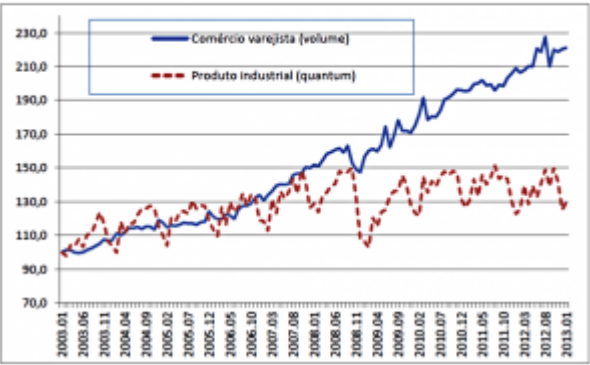


Autant l'industrie extractive croît rapidement de 1995 à 2012, autant l'industrie de transformation croît faiblement, de 25 % à peine entre ces deux dates. Enfin, selon d'autres présentations, le périmètre de l'industrie peut être circonscrit à celui de l'industrie de transformation. *L'étude de la désindustrialisation considère uniquement l'industrie de transformation.*

Le poids relatif de l'industrie de transformation dans le PIB baisse. L'exemple du Brésil est emblématique. La part de l'industrie de transformation dans l'industrie de transformation mondiale (en valeur ajoutée) est de 1,8 % en 2005 puis de 1,7 % en 2011 après avoir été de 2,7 % en 1980, selon la banque de données de l'UNCTAD (2013). Selon la même source, en Chine, cette part était de 9,9 % en 2005 et de 16,9 % en 2011 et, en Inde, de 1,6 % et de 2,1 %. Le poids de l'industrie de transformation baisse relativement au Brésil, alors qu'il augmente fortement en Chine et légèrement en Inde.

Ainsi qu'on peut l'observer dans le graphique ci-dessous, l'augmentation de la demande des ménages, générée par la hausse des salaires réels, l'augmentation de l'emploi et l'essor du crédit à la consommation, ne se traduit pas par une augmentation de la production industrielle nationale. Celle-ci est satisfaite par une augmentation des importations.

Gráfico 2: Produto industrial (quantum) e vendas no comércio varejista (100=jan./2003)



Source : Luiz Fernando de Paula, André de Melo Modenesi e Manoel Carlos de Castro Pire (2013) : « A Tela do Contágio das Duas Crises e as Respostas da Política Econômica », p. 74, in *A Economia Brasileira na Encruzilhada*, publié par l'Associação Keynesiana Brasileira.

L'augmentation des importations de produits industriels est également le fait de la demande des entreprises. Des produits intermédiaires, semi-finis, des biens d'équipement sont soit non produits localement à cause de leur degré de technicité, soit produits mais à un prix supérieur à celui proposé par la concurrence internationale. L'appréciation de la monnaie nationale favorise ces importations dans la mesure où leur prix en monnaie nationale devient plus faible. Cet avantage de change pour les entreprises fortement importatrices peut être accaparé par celles-ci. L'effet d'aubaine se traduit ainsi par une amélioration des marges.

Le coefficient de pénétration des importations dans l'industrie de transformation s'élève (voir graphique ci-dessous). Il double ces huit dernières années. On assiste donc à un processus de « désubstitution des importations », une part croissante de la valeur ajoutée n'est plus produite localement.



Source : IPEADATA in Jose Luis Oreiro (2013) : « A macroeconomia da estagnação com pleno emprego no Brasil », p. 80 in *A Economia Brasileira na Encruzilhada*, publié par l'Associação Keynesiana Brasileira.

Ainsi que nous l'avons souligné, la production nationale ne peut suffisamment répondre à l'accroissement de la demande des ménages et de celle induite de produits intermédiaires et de biens d'équipement, faute d'investissements suffisants – ceux-ci se situent entre 16 % du PIB en 2004 et 18,4 % en 2013, voir le graphique ci-dessous – et d'une faible plasticité du tissu industriel. Pour autant, les capacités de production installées sont pleinement utilisées [9] en 2013, comme on peut le voir dans le tableau ci-dessous (source Carta IEDI).

Indústria de Transformação - Utilização Média da Capacidade Instalada - %												
Discriminação	2013											
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Indústria de transformação	82,8	83,3	83,3	83,8	84,3	84,2	84,3	84,8	85,0	85,3	85,5	84,9
Setores												
Bens de consumo	83,3	82,9	83,0	83,1	84,0	83,0	82,8	83,0	83,7	85,2	84,7	84,8
Bens de capital	81,0	82,8	84,3	83,7	82,2	82,9	82,2	82,5	83,8	82,9	82,8	81,8
Material de construção	89,2	89,5	88,8	90,0	88,9	88,8	89,0	90,9	90,9	90,3	91,4	90,1
Bens intermediário	84,1	84,8	84,8	85,3	86,3	86,2	86,5	86,4	86,3	85,4	85,4	84,8
Gêneros industriais												
Minerais não-metálicos	88,7	88,8	88,9	88,0	87,0	88,1	87,4	89,4	89,3	90,1	89,1	89,8
Metalurgia	84,5	86,5	84,9	85,5	86,7	85,9	85,9	85,2	86,0	86,4	86,0	84,9
Mecânica	81,5	82,7	85,0	83,9	83,9	83,8	84,5	84,5	86,3	88,1	86,2	86,8
Mat. elétrico e de comunicações	82,7	84,2	84,7	85,7	85,8	84,8	83,3	83,4	83,3	83,4	82,7	82,0
Material de transporte	86,1	86,0	87,0	87,3	87,0	85,8	85,3	85,1	84,4	84,7	84,4	84,4
Mobilário	76,6	76,3	80,3	79,0	78,9	77,1	80,6	77,9	81,7	82,6	87,2	89,0
Papel e papelão	92,3	92,7	92,9	93,3	94,7	93,3	93,8	93,5	93,4	93,2	94,1	94,3
Química	83,8	84,5	83,8	84,1	84,8	85,1	86,1	86,1	86,2	84,8	84,8	84,7
Produtos farmac. e veterinários	70,8	76,4	78,6	76,5	76,5	77,8	78,8	79,0	77,4	78,0	77,8	72,4
Matérias plásticas	84,5	82,0	83,1	84,7	84,3	82,8	83,0	83,9	84,4	84,4	86,8	85,2
Têxtil	79,2	81,5	83,3	84,0	85,3	85,8	84,3	86,3	87,3	84,2	86,7	84,5
Vest., calçados e art. de tecido	86,8	87,0	88,3	88,7	88,3	87,1	86,0	89,0	90,5	88,8	90,4	89,9
Produtos alimentares	77,3	77,4	76,0	77,6	78,2	80,0	80,5	82,0	83,0	84,8	85,5	83,6
Outros	81,4	79,5	80,0	80,9	80,3	81,7	81,1	81,4	81,2	82,8	82,9	84,4

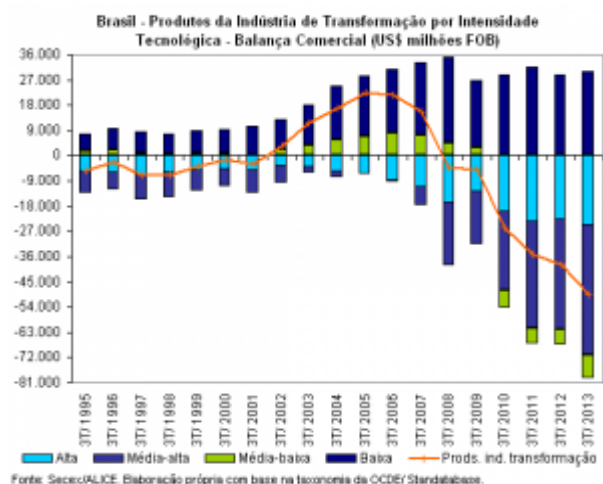
Fonte: FÓVBOB.
Nota: (1) Porcentagem da capacidade máxima operacional utilizada no mês. O complemento de 100 representa o nível médio de ociosidade.

Les entreprises exportatrices de produits industriels sont défavorisées par l'appréciation du taux de change (voir graphique ci-dessous) mais aussi par l'insuffisance d'investissements passés et la faiblesse de leurs dépenses de recherche (à peine 1 % du PIB, concentrées sur quelques entreprises).

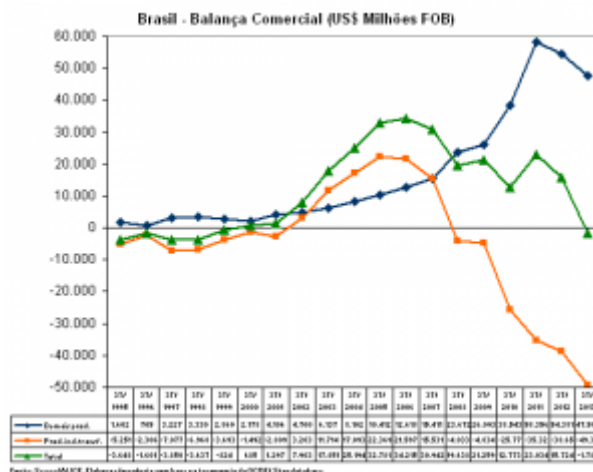


Source OCDE (2013) : *Estudos econômicos da OCDE, Brasil* (le coût unitaire du travail dans l'industrie de transformation)

Le tissu industriel s'avère de plus en plus inadapté pour répondre à l'évolution de la demande mondiale de produits industriels. Les exportations régressent relativement plus ou moins fortement selon leur niveau technologique. Le solde de la balance commerciale de produits industriels est de plus en plus négatif. Plus précisément, les exportations de produits manufacturés (industrie de transformation) régressent en termes relatifs au Brésil, passant de 53 % de la valeur des exportations en 2005 à 35 % en 2012, au profit des exportations de matières premières agricoles et minières. Le solde de la balance commerciale de produits de l'industrie de transformation devient négatif à partir de 2008. Ce déficit croît de 2008 à 2013, à cause notamment des produits de haute, moyenne-haute et moyenne-basse technologie. Seuls les produits de basse technologie conservent un solde positif de leur balance commerciale, comme on peut le voir dans les deux graphiques ci-dessous (source *Carta IEDI*).



Cependant, depuis 2001, grâce à l'exportation croissante de matières premières, le solde de la balance commerciale devient positif et atteint, selon la Bradesco, +46,5 milliards de dollars en 2006. Depuis ce solde décroît, et en 2013 il n'est plus que de +2,5 milliards de dollars, soit presque vingt fois moins important qu'en 2006 (voir graphique ci-dessous, source *Carta IEDI*).

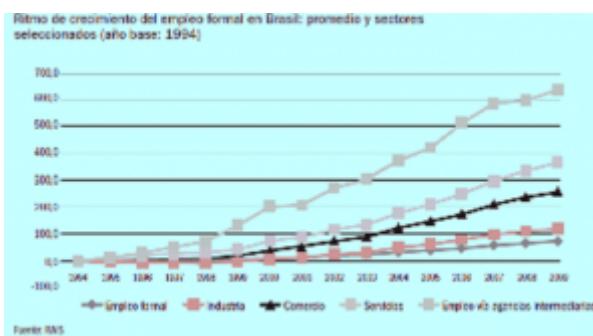


L'excédent de la balance commerciale est donc de plus en plus modeste et ne suffit pas à compenser les déficits des services [10]. Le déficit de la balance des comptes courants est de ce fait croissant. Les déficits externe et interne (balance des comptes courants et budget), plus l'attrait éventuel d'autres places financières, viennent renforcer la volatilité des investissements en portefeuille et, ce faisant, les difficultés de « boucler » la balance des paiements. La contrainte externe réapparaît alors et, avec elle, le risque d'une croissance dite pendulaire, avec toutes ses conséquences négatives sur le volume de l'emploi et le niveau des salaires réels.

C. L'originalité brésilienne

1. Un taux de chômage faible malgré une augmentation de la population économiquement active

L'emploi formel augmente dans l'ensemble des secteurs, faiblement dans l'industrie, fortement dans le commerce, très fortement dans les services (voir graphique ci-dessous). L'emploi formel croît plus vite que l'emploi informel depuis 2002 [11].

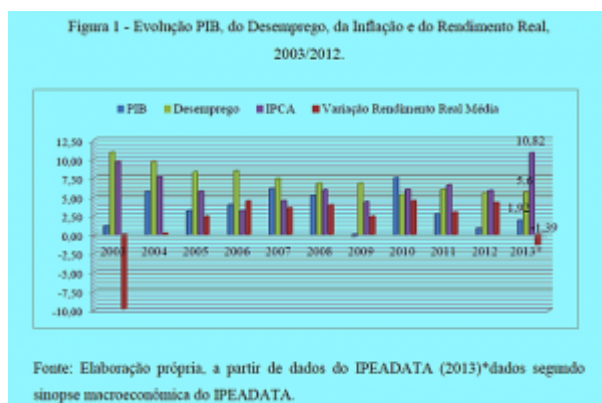


Source : à partir des données RAIS, Araujo Guimaraes N. (2012) : « *Que cambia cuando crece el trabajo asalariado y como el debate puede ayudar a comprenderlo* », *Revista de trabajo*, n° 10.

L'emploi via des sociétés servant d'intermédiaires (interim) croît très rapidement, mais il ne concerne qu'un pourcentage très faible des emplois formels, soit 2 à 3 %.

La population économiquement active croît avec l'essor du

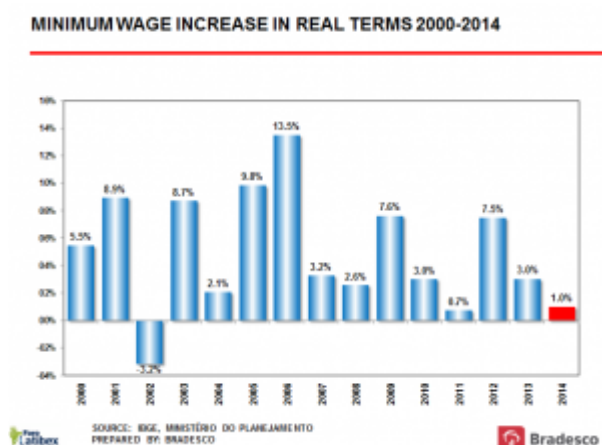
salariat féminin et le taux de chômage tend à diminuer (voir graphique ci-dessous). Cette évolution est originale si on la compare à celle des pays avancés, surtout européens.



Source : [Associação Keynesiana Brasileira](#).

2. Des salaires réels en forte augmentation, mais dont la progression ralentit fortement

Les salaires réels augmentent également, parfois fortement (voir graphique ci-dessous). Mais cette progression est beaucoup plus faible depuis 2011, et, en 2013, elle devient négative. Selon le rapport économique de l'OCDE sur le Brésil, les salaires réels en dollars passent de 4,35 dollars en 2000, à 8,44 dollars en 2006 et à 11,65 dollars en 2011. Cet accroissement est en partie dû 1/ à une hausse importante du salaire minimum [12] (voir graphique ci-dessous), 2/ à un biais important entre la demande d'emplois des travailleurs qualifiés et une offre d'emplois des entreprises, tous secteurs confondus, davantage orientée vers le travail non qualifié, comme nous le verrons, et enfin 3/ à une augmentation du salaire réel en réaux et en partie la conséquence d'une forte appréciation du réal par rapport au dollar.



Contrairement à ce qu'on observe dans les pays avancés, la distribution fonctionnelle des revenus s'améliore en faveur des salariés. La part des salaires dans le PIB augmente et passe de 40,2 % de la valeur ajoutée en 2004 à 43% en 2010 selon l'évaluation de Bruno M. (2012, *op.cit.*), alors qu'elle diminue fortement puis se stabilise relativement dans les pays avancés à

un niveau déprimé.

Plus surprenant, le coefficient de Gini [13] baisse, tout en restant encore a un niveau extrêmement élevé. La distribution personnelle des revenus s'améliore au détriment des 1 % les plus riches. Les données fournies par L'IBGE et la PNAD montrent qu'en 1996 la part des revenus des 1 % les plus riches dépassait celle des 50 % les plus pauvres (13,5 % contre 13 %) et qu'en 2012, elle lui est inférieure (12,9 % contre 18,5 %) [14]. La part des revenus du décile le plus riche baisse également entre ces deux dates, passant de 34,4 % à 29,1 %.

Cette diminution des inégalités n'a pas lieu dans les pays avancés. Au cours de ces vingt dernières années, on observe une augmentation importante de la part des revenus des 1 %, des 0,1 % et de manière encore plus prononcée, celle des 0,01 % les plus riches, au détriment du reste de la population. Bien qu'au Brésil les données sur la part des 0,1 % des plus riches et *a fortiori* sur celle des 0,01 % ne soient pas (bizarrement) disponibles, on peut supposer que cette part croît également, au vu des enquêtes faites par Cap Gemini sur l'augmentation du nombre de milliardaires au Brésil.

2. Des rapports de la finance à la désindustrialisation et au travail

A. La financiarisation est-elle une des causes importantes de la désindustrialisation précoce au Brésil ?

Les relations entre la finance et le travail diffèrent selon les pays. Elles diffèrent au Brésil de celles observées dans les pays avancés tant dans les pays anglo-saxons, comme le Royaume-Uni, les États-Unis, etc., que dans d'autres pays européens comme l'Allemagne, la France, etc. Nous allons présenter ici surtout le cas anglo-saxon. Celui-ci est, par certains aspects, proche du cas brésilien : faible taux de chômage (jusqu'à l'éclatement de la crise financière en 2008), croissance élevée des crédits à la consommation, désindustrialisation, déficit de la balance commerciale de produits industriels. Les différences sont cependant importantes : dans les pays anglo-saxons, les salaires réels stagnent dans le meilleur des cas, au Brésil, ils augmentent. Dans un cas, la financiarisation favorise les délocalisations, elles-mêmes sources d'importations, dans l'autre, elle encourage directement les importations, le Brésil participant peu à l'éclatement international de la chaîne de valeur.

1. La financiarisation dans les pays avancés anglo-saxons

La valeur ajoutée produite se décompose en salaires, profits, impôts sur la production. Les profits se décomposent en profits réinvestis, versement de dividendes, paiement d'intérêts sur les prêts octroyés et enfin impôts sur les bénéfices. La recherche de

la valeur actionnariale se traduit par une augmentation de la part des profits consacrée aux dividendes. Aussi, pour que la part des profits réinvestis dans la valeur ajoutée se maintienne, il faut que la part des profits totaux augmente dans la valeur ajoutée. C'est ce mouvement qui explique pour l'essentiel l'augmentation des inégalités entre profits et salaires observée dans les pays avancés. On dit alors que la distribution fonctionnelle des revenus se fait en faveur du capital et au détriment du travail. De là découle une tendance soit à la baisse, soit à la stagnation des salaires réels moyens selon les variations de l'emploi. Cette moyenne cache une dispersion accrue des salaires autour de la moyenne. Les plus bas salaires ont tendance à baisser en termes réels, grâce notamment à la multiplication des emplois à temps partiels (surtout dans les services et le commerce), à une désaffiliation plus importante des salariés. Les plus hauts salaires creusent l'écart.

a) La stagnation des salaires réels en moyenne devrait induire une faible demande des ménages, surtout en ce qui concerne celle des ménages les moins aisés, dont le salaire réel régresse. Par effet d'entraînement, cette faiblesse différenciée de la demande devrait avoir des effets négatifs sur les entreprises situées en amont, produisant des produits intermédiaires et des biens d'équipement, et se traduire à terme par une chute de la rentabilité des entreprises. Compte tenu de la part croissante des dividendes versés et de cette baisse de la rentabilité, le taux d'investissement devrait fléchir et une tendance à la stagnation s'affirmer. Or, ce n'est pas cela qu'on observe jusqu'en 2008.

b) Dans une économie de plus en plus globalisée, la stagnation des salaires réels peut paraître insuffisante si la productivité du travail n'est pas suffisamment élevée. Dit autrement, les salariés des pays avancés « entrent en concurrence » avec ceux des pays émergents, surtout asiatiques, où les salaires sont beaucoup plus faibles. Même si les niveaux de productivité sont plus faibles dans ces pays, l'écart des salaires est si important qu'au total, pour toute une série de produits, les gains retirés par une délocalisation de certains segments de la valeur ajoutée produite localement peuvent s'avérer très rentables, et permettre ainsi aux entreprises de dégager suffisamment de profits pour rémunérer les actionnaires à la hauteur de leurs exigences. La globalisation est de nature à favoriser un sous-emploi, voire un chômage croissant [15].

c) Ces effets négatifs sont surmontés, pour un temps, par l'essor du crédit. La demande des ménages, au lieu de stagner, croît grâce à la montée des crédits qui leur sont octroyés quelles que soient leurs capacités de remboursement. L'accroissement de la demande des ménages et des demandes induites en produits intermédiaires, biens d'équipement, conduisent à la fois à une augmentation de la production mais aussi à une hausse considérable des importations. Le taux de salaire restant déprimé, l'emploi augmente et les risques sur la croissance du chômage s'éloignent. Trois cercles « vertueux » se mettent en marche et se chevauchent : 1/ salaires stagnants, crédit en forte progression, hausse de la demande des ménages, amélioration de la rentabilité, distribution de dividendes accrue ; 2/ crédit en hausse, création de produits financiers complexes, objets de

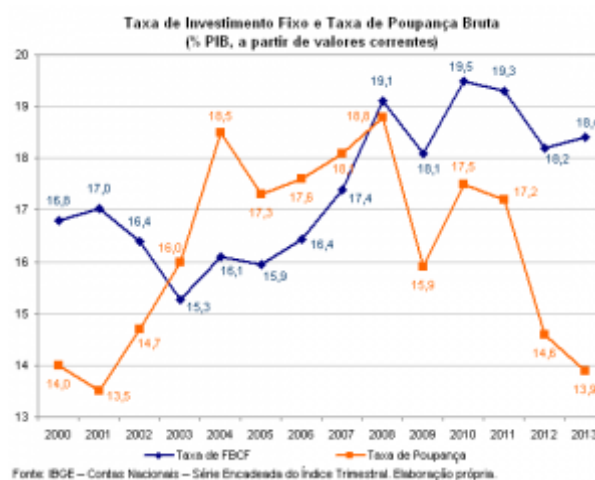
haute spéculation, tendance à la financiarisation d'entreprises industrielles préférant mettre davantage de leur gains dans l'achat de ces produits plutôt que dans l'investissement productif, profits accrus des institutions financières et distribution des dividendes en hausse ; 3/ enfin, éclatement international de la chaîne de valeur, suite aux délocalisations et gains accrus permettant une distribution accrue de dividendes [16].

Il serait erroné d'attribuer à la seule financiarisation la cause de la désindustrialisation. La financiarisation se développe avec la libéralisation des marchés, elle en est une des manifestations. D'autres facteurs liés à cette libéralisation jouent en faveur de cette désindustrialisation. Mais, pour autant, le partage des profits favorisant le versement de dividendes a pour conséquence une insuffisance d'investissement dans la production génératrice d'une croissance peu élevée et d'une tendance plus ou moins prononcée à la désindustrialisation et, comme nous le verrons, d'une flexibilité plus prononcée du travail.

2. La financiarisation, responsable de la désindustrialisation au Brésil ?

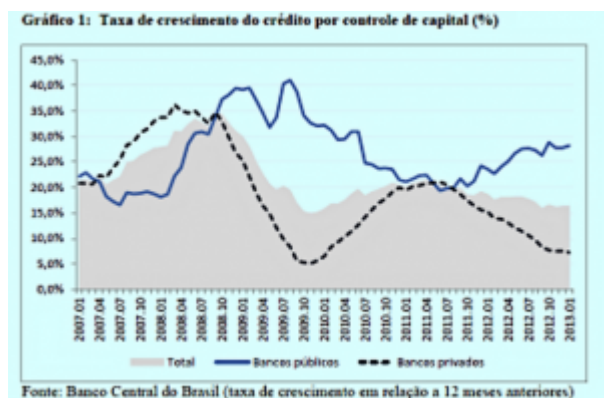
La financiarisation a plus ou moins les mêmes effets dans les pays émergents que dans les pays avancés. L'augmentation absolue et relative des dividendes versés joue en défaveur des investissements dans le secteur industriel, et ce d'autant plus que, contrairement aux cas des pays avancés, la part des profits dans la valeur ajoutée progresse au lieu de régresser. Dès lors, l'augmentation de la part des dividendes versés et l'importance des intérêts nets payés se font au détriment des profits réinvestis. Ce processus se traduit par la difficulté d'augmenter le taux d'investissement et ainsi de générer de manière durable un taux de croissance plus important.

Le taux d'investissement augmente peu et reste à un niveau très médiocre (voir graphique ci-dessous, source *Carta IEDI*)



La hausse des salaires (voir *infra*) – bien que représentant un coût pour les entreprises – et le recours important au crédit à la consommation (voir graphique ci-dessous), en favorisant une

hausse de la demande des ménages, devraient permettre une meilleure rentabilité dans le secteur industriel.



Source : Fernando de Paula (op. cit.)

De fait, plusieurs facteurs contrecarrent ce mouvement. La croissance de la productivité du travail est très faible (voir graphique ci-dessous). Faute d'équipements nouveaux en nombre suffisant, incorporant de nouvelles technologies, l'amélioration de la productivité du travail passe surtout par une organisation du travail privilégiant une flexibilité plus importante de la main-d'œuvre employée.

L'insuffisance d'investissement productif, jointe à celle d'un effort en recherche et développement extrêmement faible (1 % du PIB, à comparer avec les 4 % de la Corée du Sud et les 2,5 à 3 % des pays avancés), explique en grande partie la faiblesse de la croissance de la productivité du travail. Elle est de 28 % en dix ans dans l'industrie de transformation, et de 2,3 % en moyenne entre 2004 et 2011 dans l'industrie, contre 8 % en Chine.

Work force productivity in the industrial sector (Index, January 2002=100)



Source: IPEADATA, BCB, IBGE and BBVA Research

En raison de l'appréciation de la monnaie par rapport au dollar et de la hausse des salaires réels en monnaie nationale dans les années 2000, les salaires exprimés en dollars augmentent rapidement et grèvent la compétitivité du pays. Ainsi, selon le rapport économique de l'OCDE sur le Brésil, les salaires réels en

dollars au Brésil passent de 4,35 dollars en 2000 à 8,44 dollars en 2006 et à 11,65 dollars en 2011. Comparativement, le salaire réel est de 6,48 dollars au Mexique et de 9,34 dollars à Taïwan en 2011. Aussi, le coût unitaire du travail au Brésil (rapport du salaire en dollars et de la productivité) passe de l'indice 100 au premier janvier 2003 à l'indice 183,6 au premier janvier 2012, soit une détérioration de plus de 80 % de la compétitivité. Dans le secteur industriel, industrie extractive incluse, la perte de compétitivité est plus importante, comme on peut le voir dans la dernière ligne du tableau ci-dessous, tiré de *Carta IEDI*, et dans le graphique ci-dessous de la BBVA pour l'industrie de transformation. Le coût unitaire du travail, exprimé en dollars, passe de l'indice 100 en 2002 à l'indice... 250 en 2012.

Indústria Geral
Produção (PF), Pessoal Ocupado (PO), Folha de Pagamento Média Real (FMR), Horas Pagas (HP), Produtividade (PF/HP) e Custo do Trabalho
Indicador acumulado: variação percentual
2002-2013

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Produção Física (PF)	2,7	0,0	8,3	3,1	2,8	6,0	3,1	-7,4	10,5	0,4	-2,5	1,2
Pessoal Ocupado (PO)	-1,0	-0,6	1,8	1,3	0,0	2,2	2,1	-5,0	3,4	1,0	-1,4	-1,1
Folha de Pagamento Média Real (FMR)	-1,9	-3,6	7,7	2,3	1,4	3,6	4,0	2,6	3,3	3,3	5,8	2,4
Horas Pagas (HP)	-1,3	-0,9	2,1	1,0	0,4	1,8	1,9	-5,3	4,1	0,3	-1,9	-1,3
Produtividade (PF/HP)	4,1	0,9	6,1	2,0	2,4	4,1	1,1	-2,2	6,1	0,1	-0,7	2,4
Custo do Trabalho (FMR/HP)	-5,7	-4,5	1,5	0,2	-1,1	-0,5	2,8	4,9	-2,7	3,2	6,5	-0,1

Fonte: IBGE, IPEADATA e PIMES.

Unit labour cost in the industrial sector in BRL and USD (Index, January 2002=100)



Source: IPEADATA, BCB, IBGE and BBVA Research

La financiarisation des entreprises explique pour partie la désindustrialisation au Brésil, dans la mesure où elle tend à réduire la part des profits réinvestis et freine les investissements de long terme. L'entrée de devises explique également pour partie cette désindustrialisation. L'abondance relative de devises a une double origine :

a) La primarisation de l'économie brésilienne. Suite à la forte demande asiatique en matières premières, le Brésil, à l'égal d'autres pays latino-américains, se spécialise davantage dans la production de celles-ci. Grâce à l'exportation croissante de matières premières, le solde de la balance commerciale devient positif depuis 2001 [17].

Une re-primarisation à marche

forcée

Dans les pays émergents, l'exploitation des matières premières d'origine agricole et minière prend de plus en plus d'importance dans les années 2000. La forte demande des pays asiatiques explique à la fois la hausse des volumes échangés et celle de leurs cours, voir graphique ci-dessous :



Source : IMF (9 avril 2014) : [Commodity market monthly](#). Les modes d'exploitation des matières premières sont accusés d'avoir des conséquences sérieuses sur la santé des populations et l'environnement. Ainsi, l'exploitation des « mégamines », peu ou pas réglementée, présente les conséquences suivantes : elle modifie la morphologie des terrains, elle change l'environnement, elle produit une contamination de l'air, elle affecte la qualité des eaux de surface, elle contamine les nappes phréatiques, elle détruit les sols, elle a un impact sur la flore et sur la faune. Ces effets ne sont pas sans conséquences sur les populations qui vivent sur les terres consacrées à ces exploitations minières. De plus en plus de terres sont consacrées à l'exploitation de matières premières agricoles. En 2010, 66 % des terres cultivées sont consacrées à la culture du soja au Paraguay, 59 % en Argentine, 35 % au Brésil, 30 % en Uruguay et 24 % en Bolivie. Ces chiffres traduisent l'accaparement des terres cultivables par la production du soja, au détriment d'autres cultures. Les terres deviennent des terres sans paysans, ces derniers migrant vers les villes. Ce tournant vers l'exploitation de matières premières est souvent justifié par le fait qu'il procure des devises et allège ce faisant la contrainte externe, qu'il procure des ressources financières pour financer des dépenses sociales et permettre à des populations pauvres de sortir de leur pauvreté. Afin de souligner ce changement de paradigme dans les arguments échangés, M. Svampa le désigne comme « *Consensus des Commodities* » (matières premières), consensus succédant à celui de Washington. Voir Svampa M, (2013) : « *Consenso de los commodities y lenguajes de valoracion en America Latina* », *Nueva Sociedad*, n° 244, 30-46

b) Les entrées massives de capitaux. En 2013, les investissements en portefeuille affluent (25,5 milliards de dollars en net), attirés par des taux d'intérêt réels élevés, une bourse qualifiée longtemps d'émergente et par l'assurance de pouvoir rapatrier les capitaux. Les investissements étrangers directs sont très importants (64 milliards de dollars la même année), attirés par le vaste marché qu'est le Mercosur et le retour à une croissance légèrement supérieure dans les années 2000 à celle des années 1990. Ces entrées massives de capitaux sont le reflet d'une globalisation financière de plus en plus importante, d'une financiarisation à l'échelle internationale, dépassant largement le degré atteint par la globalisation commerciale [18]. Pour les investissements en portefeuille, la rémunération du capital sous forme de taux d'intérêt élevés et, pour les investissements étrangers directs, l'importance des dividendes distribués, constituent un attrait particulièrement puissant.

L'afflux de dollars favorise « la maladie hollandaise » [19]. La désindustrialisation se développe au profit des importations, la logique économique tend à devenir de plus en plus rentière, la vulnérabilité de l'économie s'accroît car elle dépend toujours davantage de ces entrées de devises et de moins en moins de la production de richesses. Il suffit que le cours des matières premières baisse, que le volume des échanges se réduise et que les entrées de capitaux ralentissent, pour des causes exogènes, non maîtrisables par le gouvernement brésilien comme une crise mondiale, des politiques monétaires moins laxistes dans les pays avancés, etc., pour que les difficultés augmentent considérablement. L'offre de produits décline, faute de devises suffisantes, sans que l'industrie puisse prendre le relais, affaiblie par les effets de la maladie hollandaise.

Ce n'est pas seulement le poids de l'industrie qui est affecté par la maladie hollandaise, c'est également sa structure, comme on peut le voir dans le graphique ci-dessous tiré de *Carta IEDI*.

Tabela 1: Participação % do Valor da Transformação Industrial da Indústria de Transformação- grupo de setores. 1996 e 2010

Grupos de setores da Ind.	1996	2010
Transformação		
baixa tecnologia	29,1	28,9
média baixa tecnologia	26,5	37,5
Fab. de produtos derivados do petróleo	5,6	14,4
média alta tecnologia	25,8	28,5
alta tecnologia	11,5	5,1

Fonte: IBGE- Pesquisa Industrial Anual.

Le poids relatif des secteurs de haute et moyenne technologie régresse, celui de la basse et moyenne basse technologie progresse. Or, ce ne sont pas dans ces secteurs qu'en général on trouve les produits d'avenir : 1/ leur élasticité de la demande par rapport au prix est grande, il suffit que les prix à l'importation soient plus faibles pour que ces secteurs soient menacés comme on peut le constater déjà avec l'invasion de produits asiatiques ; 2/ leur élasticité de la demande par rapport au revenu est par contre faible. Ils ne peuvent donc pas répondre aux nouvelles demandes qui surgissent tant au niveau national qu'international lorsque le revenu augmente.

Au total, plusieurs facteurs concourent à la désindustrialisation :

a) La financiarisation. La distribution des dividendes au détriment de l'investissement dans l'industrie de transformation maintient le taux d'investissement à un niveau déprimé. Les dividendes versés alimentent la spéculation et permettent que la bulle immobilière se développe. L'industrie, hors quelques entreprises fleurons, est de moins en moins compétitive. Seule une politique fiscale visant à taxer lourdement les dividendes versés pourrait inciter à limiter le versement de dividendes trop élevés.

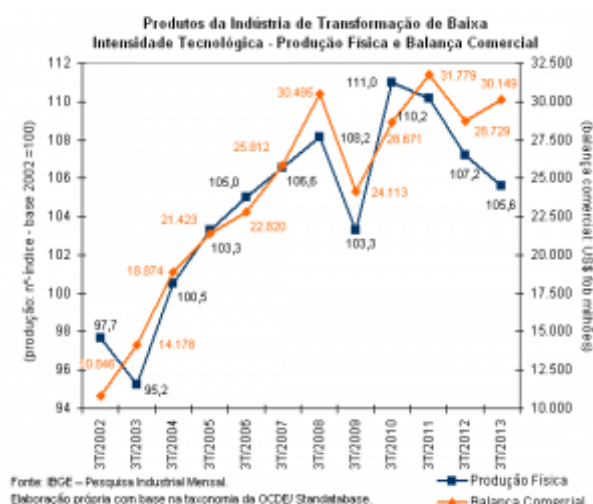
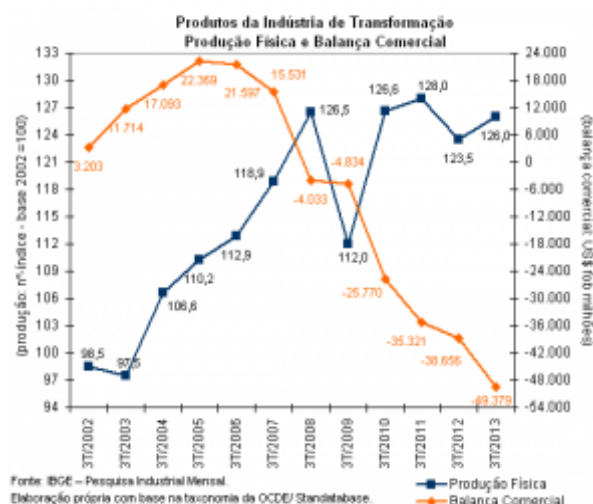
b) L'afflux de capitaux de l'étranger, la reprimarisation de l'économie, l'appréciation de la monnaie nationale qui en découle tendent à réduire le taux de rentabilité dans l'industrie de transformation et, ce faisant, maintiennent le taux d'investissement à un niveau déprimé, ce qui accentue le processus de désindustrialisation et est à l'origine de comportements rentiers de plus en plus prononcés [20]. Seules une politique industrielle menée par un État stratège, une politique monétaire visant à « stériliser » l'afflux de capitaux de l'étranger et à maintenir un taux de change déprécié, sont de nature à s'opposer à cette désindustrialisation.

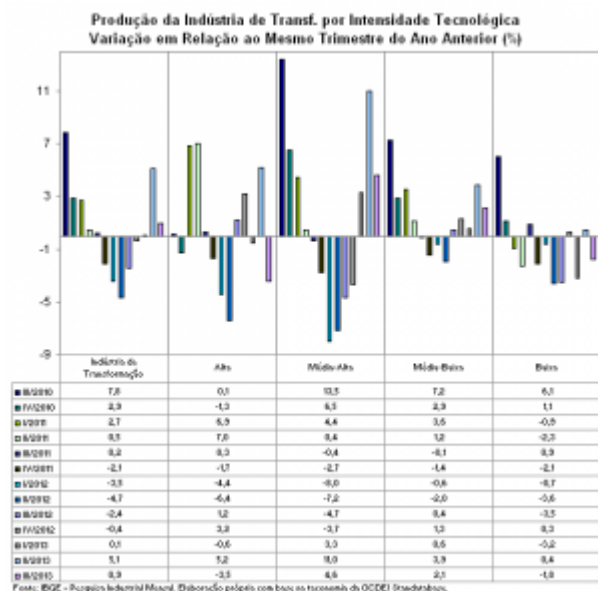
B. Les limites de la financiarisation « heureuse » : salaires et emplois, des lendemains qui déchantent

Comment expliquer l'originalité brésilienne ? Pourquoi observe-t-on une hausse des salaires et de l'emploi, alors que dans les pays avancés l'inverse se produit ? La financiarisation « heureuse » peut-elle durer ?

1. La désindustrialisation affecte également la composition de l'industrie et, ce faisant, la demande de travail.

Les branches à haute et à moyenne intensité technologique sont celles qui, en général, résistent le moins à la concurrence internationale (voir l'ensemble des graphiques ci-dessous, source *Carta IEDI*). Les branches à basse technologie résistent le mieux. Les produits fabriqués dans celles-ci sont peu porteuses d'avenir : d'un côté, les exportations sont peu dynamiques pour les raisons que nous avons évoquées, d'un autre côté, les pays où les salaires sont plus faibles constituent de véritables « menaces » à la poursuite de la production locale, comme on peut l'observer pour le secteur de l'habillement.

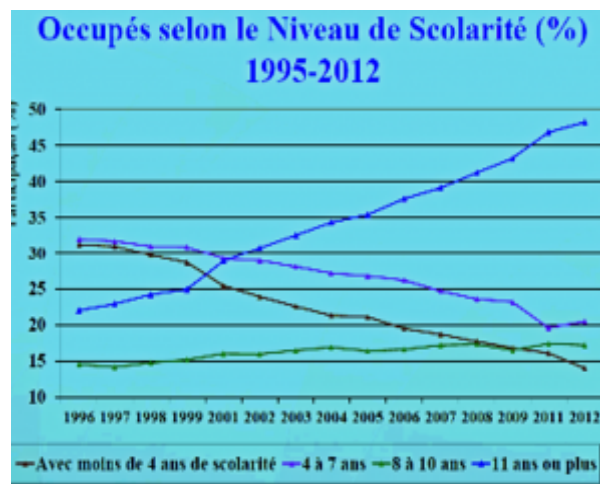




Comment expliquer alors la hausse des salaires et celle de l'emploi dans l'ensemble de l'économie ?

Plusieurs facteurs expliquent la hausse des salaires et de l'emploi. 1/ Les mécanismes d'indexation du salaire minimum à l'inflation passée et aux taux de croissance du PIB aboutissent à une hausse sensible et rapide de ce salaire. Nous l'avons vu. 2/ L'offre et la demande de travail connaissent une évolution en ciseau. L'offre de travail est de plus en plus qualifiée grâce à un allongement de la durée des études, quand bien même la qualité de l'enseignement serait à améliorer. À l'inverse, la demande de travail l'est moins pour deux raisons : a/ L'industrie de transformation perd de l'importance en termes relatifs. Le poids des branches caractérisées par un niveau technologique bas croît relativement, alors que celui de haute et de moyenne haute technologie décline relativement. Les entreprises utilisant des techniques peu sophistiquées tendent à privilégier les emplois non ou peu qualifiés, à l'inverse des autres. b/ Le secteur des services et du commerce, secteur naturellement abrité de la concurrence internationale, absorbe de plus en plus d'emplois et ces derniers, mis à part certains secteurs, utilisent également davantage d'emplois peu qualifiés.

Il ressort de ce ciseau entre offre et demande d'emplois un processus de désaffiliation et de déclassement [21] de plus en plus prononcé, les jeunes au sortir de l'école ne trouvant pas suffisamment d'embauches à la hauteur de leur qualification supposée. Les emplois selon le niveau de scolarité augmentent rapidement pour ceux qui ont bénéficié de 11 ans et plus de scolarité, un peu moins rapidement pour ceux qui sont restés à l'école 8 à 10 ans et régressent pour les autres, comme on peut le voir dans le graphique ci-dessous.



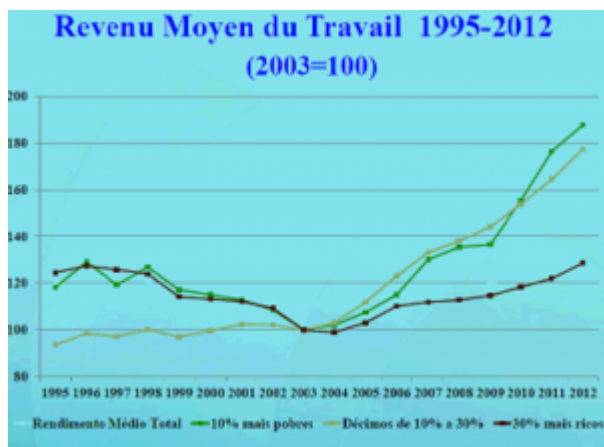
Un salarié qualifié ayant un emploi ne correspondant pas à sa qualification perçoit un salaire supérieur à celui qu'il aurait eu s'il avait été à l'école moins d'années, comme le confirme le tableau suivant, élaboré par Sonia Rocha à partir des données officielles. Les personnes ayant suivi davantage d'années d'études par rapport à celles qui en ont suivi moins gagnent certes davantage, mais le ratio entre le revenu des premiers et celui des seconds tend à diminuer entre 1997 et 2009, à l'exception des plus hautes tranches. Le ratio : revenus des personnes qui ont suivi 15 ans d'études et plus sur revenu des personnes qui ont suivi l'école 12 à 14 ans tend à s'élever en faveur des premiers. L'évolution est la même pour la tranche 12 ans et plus par rapport à la tranche 8 ans à 11 ans (voir tableau ci-dessous)

Différentiels du Revenu du Travail*, selon les années de scolarité

Relations	1997	2002	2004	2009
(4 à 7)/(0 à 3)	1,46	1,47	1,46	1,31
(8 à 11)/(4 à 7)	1,64	1,50	1,43	1,38
(12 et plus)/(8/11)	2,65	2,93	3,05	2,78
(12 à 14)/(8 à 11)	1,73	1,85	1,74	1,54
(15 et plus)/(12 à 14)	1,89	2,07	2,21	2,28

Source: IBGE/PNAD
* Hommes urbains occupés pour au moins 20 heures par semaine.

La hausse du salaire minimum, le fonctionnement du marché du travail caractérisé par ce ciseau expliquent alors la réduction des inégalités de revenus (voir graphique ci-dessous).



2. Des lendemains qui déchantent ?

Les lendemains qui déchantent sont présents « en pointillés ». Un ralentissement de l'activité économique, déjà observable, provoqué par les limites de la financiarisation et de la reprimarisation de l'économie transformeront ces lignes en pointillés en lignes à traits pleins. Trois facteurs transformeront une financiarisation « heureuse » en une financiarisation « malheureuse ».

a) Une plus grande flexibilité du travail permet de surmonter le conflit entre profits financiers et profits destinés à l'investissement, dans la mesure où les profits totaux peuvent croître suffisamment pour permettre un accroissement de la part relative destinée aux profits financiers, malgré la faiblesse relative de l'investissement productif. La recherche d'une plus grande flexibilité du travail, d'une précarité plus importante est une *contrainte* et non un choix permettant d'améliorer les profits. L'emploi formel augmente relativement à l'emploi informel, mais, le fonctionnement du marché du travail se libéralisant, l'emploi formel acquiert des caractéristiques de l'emploi informel...

b) Le ciseau entre l'offre et la demande de travail provoque nombre de frustrations légitimes. Comme, parallèlement, les services publics ne suivent pas les nouvelles demandes provenant d'une amélioration des niveaux de revenus, les

frustrations d'une partie importante d'une nouvelle classe de travailleurs – le plus souvent dénommée classes moyennes de manière abusive – sont démultipliées et tracent les limites politiques de ce modèle de financiarisation « heureuse ».

c) La logique du fonctionnement du marché du travail est étroitement liée au mode d'insertion du Brésil dans la division internationale du travail : a/ La financiarisation et la reprimarisation produisent une désindustrialisation précoce et une spécialisation relativement tournée vers des branches à basse technologie. La demande de travail porte davantage sur le travail peu qualifié, alors que l'offre de travail qualifié augmente. b/ L'abondance de ressources en devises permet de surmonter le hiatus entre une demande qui croît avec la hausse des revenus et une offre qui ne peut suivre. c/ Le Brésil devient de plus en plus dépendant de l'entrée des devises, que ce soit au titre des entrées de capitaux attirés par des taux d'intérêts élevés, la spéculation immobilière, des taux de rentabilité importants dans certaines branches ou dans des services publics privatisés, la politique d'appréciation de la monnaie nationale qui augmente le rendement des revenus rapatriés (dividendes...), ou bien suite à la demande croissante de matières premières de la part des pays asiatiques. Il suffit que les entrées de capitaux fléchissent, que le prix et le cours des matières premières baisse, pour que le bouclage de la balance des paiements devienne impossible. Le tissu industriel, délité par la désindustrialisation, ne pouvant répondre aux demandes, ces demandes seront nécessairement freinées par la mise en place d'une politique d'austérité. Les courbes des salaires et de l'emploi s'inverseront ce qui, pour les salaires, a déjà commencé à se faire.

En produisant de nouvelles vulnérabilités, financiarisation et reprimarisation tracent les limites économiques du modèle. La contrainte externe réapparaît alors et, avec elle le risque d'une croissance dite pendulaire.

En ce sens, on peut penser que, si la financiarisation est un tigre en papier, celui-ci a des dents atomiques.

Paris, 10 avril 2014.

L'auteur tient à remercier Julien Vercueil pour ses commentaires judicieux à une première version de cet article.

Notes

[1] En termes marxistes, nous dirions que le financier est « indirectement productif » (*Le Capital*, Livre 3). Le travail qui s'y déploie n'est pas productif, mais il n'est pas non plus improductif. Payé sur de la plus-value, il permet de l'accroître, grâce, entre autres, à une rotation du capital plus importante. Mais l'essor du financier ne sert pas seulement à améliorer les conditions de valorisation du capital, il est également cause et conséquence de la spéculation. Sa dimension prédatrice sur la plus-value s'accroît et, dans cette mesure, le travail indirectement productif devient improductif, c'est-à-dire non susceptible de création de valeur, même indirectement. Cohabite ainsi dans ce type de travail deux dimensions : indirectement productif et improductif. Avec la financiarisation, le second l'emporte sur le premier.

[2] Ces produits deviennent toxiques lorsqu'ils ne sont pas fondés sur la capacité de remboursement des débiteurs à qui les crédits ont été octroyés mais sur l'anticipation de la valeur de leur richesse. Tant que la bulle financière se développe, l'argent semble produire de l'argent, mais, au moment où elle éclate, la crise de liquidité qui suit précipite la crise.

[3] En 2012, en France, les sociétés non financières ont distribué 8,9 % de leur valeur ajoutée brute produite en 2011, chiffre jamais atteint auparavant. Cette donnée d'autant plus surprenante qu'à la même époque l'excédent brut d'exploitation (ce qui reste aux entreprises pour payer les impôts, les intérêts, les dotations aux amortissements des investissements passés et les dividendes aux actionnaires) s'est fortement contracté en 2011. Le versement de dividendes a donc crû alors que la rentabilité baissait. De ce fait, les investissements sont devenus une variable d'ajustement. Deux exemples tirés de l'actualité sont révélateurs du poids croissant des actionnaires. Le premier concerne le groupe Orange, groupe spécialisé dans la téléphonie fixe et mobile. Cette entreprise, spécialisée dans les technologies nouvelles où des investissements massifs sont nécessaires, fût-ce pour maintenir les parts de marché et résister à la concurrence particulièrement forte dans ce secteur, a distribué en 2012 un montant de dividendes supérieur à son résultat net (respectivement 2 milliards d'euros et 0,8 milliard d'euros), grevant ainsi ses capacités d'investir suffisamment (*Le Monde*, 28 mai 2013). Le second exemple concerne le groupe Airbus (EADS). Selon le nouveau manager du groupe, l'entreprise serait devenue une « entreprise normale » en cherchant le meilleur retour sur investissement et la satisfaction de ses actionnaires. L'objectif est d'obtenir d'ici à 2015 une marge opérationnelle de 10 % et de redistribuer 30 à 40 % du résultat net aux actionnaires. Ce qui conduit le principal journal financier français à écrire : « Les objectifs sont conformes aux bonnes pratiques du secteur. Mais ils n'auraient jamais permis à EADS de s'engager sur des programmes aussi risqués que l'A380, l'A400M, le NH90 et même l'A350XWB » (*Les Échos*, 2 janvier 2014).

[4] Henderson Global investors (2014) : *Henderson Dividend Index*, (<http://www.henderson.com/henderson>) pour l'ensemble des données ci-dessus.

[5] D'une manière générale, l'augmentation des dividendes versés a été particulièrement élevée dans les industries à haute technologie (selon la classification du groupe Henderson, il s'agit de l'industrie aéronautique, de la défense, de la construction, de l'ingénierie, de l'équipement électrique, des transports, de l'industrie en général. C'est cependant le secteur financier qui contribue le plus au versement de dividendes (24 %). L'industrie, hors télécommunications et produits de haute technologie (c'est-à-dire, selon Henderson : les télécommunications fixes et mobiles et pour les produits technologiques : hardware et électronique, semi conducteurs, software et services liés), verse en 2009, 57,6 milliards de dollars et en 2013, 74,3 milliards de dollars. En 2013, l'industrie verse moins que les télécommunications (81,8 milliards de dollars), un peu plus que les produits de haute technologie (62,7 milliards de dollars) et beaucoup moins que le secteur financier (217,6 milliards de dollars).

[6] Le secteur financier, dans les économies émergentes, contribue davantage au versement de dividendes que dans les pays avancés, soit 32 % en 2013, davantage que le secteur pétrole, gaz, énergie (26,2 %) et les matières premières d'origine minérales (10,9 %). Après avoir augmenté rapidement lors du boom du prix des matières premières, cette part a décliné avec le léger retournement de la tendance haussière de ces matières premières.

[7] La construction de ces données n'est pas précisée par le groupe Henderson. Il semble qu'il s'agisse du versement de dividendes des entreprises brésiliennes à leurs actionnaires et qu'elle exclue le versement de dividendes aux actionnaires étrangers fait par les entreprises multinationales et probablement celui versé aux actionnaires étrangers minoritaires.

[8] Bruno M. (2012), « [Regimen de crecimiento y acumulacion de capital en Brasil : una caracterizacion del periodo 1995-2010](#) », mimeo. Voir également, du même auteur (2008), « [Régulation et croissance économique au Brésil après la libéralisation, un régime d'accumulation bloqué par la finance](#) ».

[9] L'insuffisance d'investissement et des capacités de production pleinement utilisées sont sources d'inflation. Ce sont donc les conditions de l'offre plutôt que celles de la demande qui expliqueraient les tensions inflationnistes.

[10] La balance commerciale comprend l'ensemble des biens échangés (importations et exportations de biens), celle des services concerne principalement les services liés aux transports, voyages, construction, communication, assurance, services financiers, services informatiques, royalties ; les « nouveaux secteurs dynamiques » : services liés à la construction, l'informatique, les services personnels et culturels, les royalties, etc. Le solde de la balance des comptes courants comprend le solde de la balance commerciale des biens et services, auquel on ajoute celui des services « facteurs », c'est-à-dire liés au capital et au travail (dividendes, intérêts, transferts des travailleurs à l'étranger).

[11] L'emploi informel est de moins en moins le produit de rapports de production anciens de type autoritarisme – paternalisme. Il est de plus en plus une manière de contourner le paiement des cotisations sociales. En ce sens, il se rapproche de celui des pays avancés. La montée en puissance de l'emploi formel relativement à l'emploi informel ne signifie pas davantage de stabilité de l'emploi. Comme dans les pays avancés, la précarité, le temps partiel se développent et la flexibilité du travail augmente (pour une présentation de la question du chômage, voir Demazière D. Guimaraes N.A., Hirata H., Sugita K. (2013), *Etre chômeur à Paris, sao Paulo, Tokyo*, SciencesPo-Les Presses. Avec la libéralisation du marché du travail, on assiste ainsi à un double processus : moins d'emplois informels, davantage d'emplois formels (déclarés)... informalisés.

[12] Le salaire minimum augmente selon le taux d'inflation et la croissance du PIB passés. Il suffit que le PIB augmente fortement deux années de suite pour que cette hausse se transmette au salaire minimum. Plus la volatilité de la croissance du PIB est importante, plus le décrochage de la croissance du salaire minimum avec celle du PIB au temps t est importante dans un sens ou un autre. Cela a été le cas en 2011 (forte hausse du PIB en 2010) et 2013 et surtout en 2014 (faible hausse du PIB en 2012 et en 2013).

[13] Le coefficient de *Gini* est un indicateur global des inégalités mettant en rapport les pourcentages de la population et les pourcentages du revenu distribué. Population et revenus, en pourcentage, forment les deux côtés d'un carré. Si 5 % de la population touchent 5 % du revenu, 10 % touchent 10 %, etc., la distribution des revenus est la même dans chaque cas, le croisement des ordonnées et des abscisses se situe sur la diagonale. La diagonale du carré traduit donc l'égalité parfaite. La distribution des revenus est plus ou moins inégale selon les pays : 10 % de la population touchent par exemple 5 % des revenus, 20 % reçoivent 9 %, etc. Le croisement des ordonnées et des abscisses définit une ligne courbe nommée courbe de *Lorenz*. Celle-ci représente la distribution personnelle des revenus. La surface existant entre cette ligne et la diagonale, rapportée à la moitié de la surface du carré constitue un indicateur des inégalités, nommé Gini. Plus la courbe de Lorenz se rapproche de la diagonale, moins la surface occupée entre cette courbe et la diagonale est grande et moins le Gini est élevé, et inversement. Cette conclusion doit être nuancée. Il est nécessaire de la compléter à l'aide d'autres indicateurs car elle pourrait être trompeuse. En effet, la surface occupée entre cette courbe et la diagonale peut être produite par deux courbes de Lorenz différentes dans leur courbure. Un même coefficient de Gini peut donc refléter des distributions de revenus très différentes. Le coefficient de Gini, avant transferts sociaux (bourse famille, aide aux handicapés et surtout retraites) était de 0,631 en 1998 et de 0,598 après versement de ces transferts. Ces deux coefficients connaissent une nette réduction, tout en demeurant élevés : le Gini avant transferts est de 0,598 et, après transferts, de 0,543 en 2010 selon l'IBGE.

[14] Les données sur les 1 % les plus riches, tirées de l'IBGE et de la PNAD sont à interpréter avec prudence. Il est probable que cette part soit largement supérieure à celle indiquée. En effet, lors des enquêtes de la PNAD, il est demandé aux interviewés quels sont leurs revenus. Or, les détenteurs d'obligations, à taux d'intérêt élevés, ne déclarent pas l'intégralité des intérêts reçus, car ceux-ci sont le plus souvent réinvestis automatiquement.

[15] Elle permet cependant que des produits, dont certains segments sont délocalisés, soient vendus à des prix relativement faibles, moins élevés que s'ils étaient produits localement. Elle a donc un effet anti-inflationniste dont peuvent bénéficier les ménages, surtout pour les nouveaux produits de l'industrie électronique.

[16] Ces trois cercles « vertueux » se transforment brutalement en autant de cercles « vicieux » lorsqu'éclate la crise financière qu'elles sont générée : les salaires réels baissent, le chômage croît fortement.

[17] Selon la Bradesco, il est de +46,5 milliards de dollars en 2006. Depuis, ce solde décroît, et, en 2013, il n'est plus que de +2,5 milliards de dollars, soit presque vingt fois moins important. Cette réduction s'explique essentiellement par le déclin relatif des exportations des produits industriels, par des importations massives de ces produits et pour faible partie par la tendance aujourd'hui à une baisse à la fois des cours et des prix des matières premières échangées.

[18] sur ce point voir Kliass P. et Salama P. (2008), « A globalização no Brasil : responsável ou bode expiatório ? » in *Revista de Economia Política*, vol. 28, n° 3, 371-391.

[19] On entend, en général, par « maladie hollandaise » les effets produits sur les prix relatifs par l'augmentation des prix des exportations de produits de rente. Lorsque le cours de ces produits augmente, l'exportation de ces produits est de nature à procurer un excédent de devises. Si le cours de la monnaie nationale n'est pas stabilisé par des mesures de stérilisation, le cours de change s'apprécie. Cette appréciation modifie les prix relatifs entre les biens « échangeables » et ceux qui ne le sont pas. La valorisation des exportations autres que celles de produits de rente souffre de cette appréciation, alors même que le prix des produits importés a

tendance à baisser et rend moins compétitives les branches produisant des biens « échangeables ». Les exportations de produits, autres que celles des produits de rente, baissent, les importations augmentent. Les biens non « échangeables » profitent de ces mouvements des prix relatifs. Protégés « naturellement » de la concurrence extérieure, ils deviennent objets de spéculation. L'épargne s'oriente alors davantage vers le secteur immobilier, par exemple, que vers l'investissement productif. Ce mouvement des prix relatifs favorise de ce fait une désindustrialisation et ce qui a pu sembler une « chance » pour un pays se transforme en son contraire. L'appréciation de la monnaie nationale ne peut être attribuée à la primarisation de l'économie. Certes, le Brésil exporte de plus en plus de matières premières dont les prix ont fortement augmenté. Ces exportations desserrent sa contrainte externe et celle-ci ne joue plus comme limite à la croissance. Mais si la balance commerciale est devenue positive, celle des comptes courants ne l'est pas. Aussi, paraît-il difficile d'attribuer les effets désindustrialisants à la seule « maladie hollandaise » si on associe celle-ci à la spécialisation sur les matières premières. Ce sont fondamentalement les entrées de capitaux qui expliquent cette appréciation. C'est pourquoi il convient d'avoir une interprétation large de la maladie hollandaise, en ne la limitant pas aux seules entrées de devises liées à l'exportation de matières premières. Dès lors, celle-ci, via les entrées totales de devises, favorise la désindustrialisation tant que les effets de ces entrées sur l'appréciation de la monnaie nationale ne sont pas contrecarrés par une politique monétaire adéquate.

[20] Par des chemins intellectuels différents, nous rejoignons Serrano F. et Summa R. (2012) : « A desacelarecao rudimentar da economia brasileira desde 2011 » (miméo UFRJ, 1-37) sur le rôle essentiel joué par le taux d'investissement (voir notamment pages 16 à 20). Mais à l'inverse de ces derniers, notre analyse de la faiblesse du taux d'investissement se fonde à la fois sur la financiarisation et sur l'appréciation de la monnaie nationale.

[21] À la sortie de l'école, de plus en plus de jeunes ne trouvent que des emplois précaires, à temps partiel, dans des secteurs éloignés de leur spécialisation, ou bien encore des emplois qui ne correspondent pas à leur niveau de qualification, se situant à un niveau légèrement inférieur à celui correspondant au nombre d'années d'études qu'ils ont faites. Cependant, à partir d'un certain seuil, plus le nombre d'années d'études est important, moins la probabilité d'être désaffilié, ou bien encore déclassé, est forte.