



SIX REMARQUES SUR LA FINANCE GLOBALISÉE : DISCOURS DE CLÔTURE DU COLLOQUE CONSACRÉ À « LA CRÉATION DE VALEUR EN RÉGIME DE FINANCE GLOBALISÉE »

JEAN-MICHEL CHARPIN*

Après l'intervention de Michel Aglietta, je ne ferai que quelques remarques sur des questions que je me pose en matière de finance globalisée, de mobilité du capital, de nouvelles modalités de rémunération des fonds propres et de gouvernement d'entreprise.

5

LES COMPARAISONS INTERNATIONALES

Les questions de nature statistique n'ont pas été abordées lors de ce colloque. Or, souvent, quand on s'intéresse aux questions de finance globalisée, on bute sur des questions statistiques. Il reste extrêmement difficile de comparer les structures de placement et de financement des différents pays. Or de telles comparaisons sont très utiles pour juger de ce qui se passe dans les pays et expliquer un certain nombre de flux de capitaux en fonction des différences. Je trouve ainsi que collectivement (administrations, Banque centrale, Caisse des dépôts...), y compris internationalement, nous devrions faire plus d'efforts. Il y a par exemple le problème lancinant de la comparaison internationale des actions des sociétés non cotées. Je sais que des changements ont eu lieu dans la dernière base de comptabilité nationale, mais la situation reste à mon avis encore insatisfaisante. Collectivement, un effort est possible pour résoudre ce type de problèmes et permettre des comparaisons internationales plus aisées.

* Commissaire au Plan.



LES RESTRUCTURATIONS D'ENTREPRISES

Ma deuxième série de questions concerne les restructurations d'entreprises. Je suis d'accord avec Frédéric Lordon : ces restructurations ont toujours existé, mais quantitativement elles sont aujourd'hui très importantes. En outre, il me semble que les opérations non sollicitées ont tendance à devenir plus fréquentes. Des études approfondies sur les opérations de restructuration méritent ainsi d'être menées. Ce sujet n'est pas inconnu de la littérature. Comme Constance Phélizon l'a rappelé, de nombreux travaux ont été menés sur ce sujet dans la littérature internationale. Il reste toutefois de nombreux points d'interrogation tels que le sujet des gains des restructurations. La littérature dit en général que ces gains vont plutôt aux actionnaires de la cible.

On retrouve ainsi l'énigme de l'acheteur, qui est une forme particulière de la malédiction du vainqueur ! Mais il faudrait s'interroger sur les mécanismes du gain lui-même. D'où vient le gain ? Y a-t-il des mécanismes généraux provenant de la sous-efficacité de la cible (auquel cas on aurait une explication générale qui se traduirait par des gains de productivité et des licenciements). Ou y a-t-il des éléments plus spécifiques tenant aux économies d'échelle, aux économies de gamme, et aux synergies industrielles, qui seraient donc variables selon les types d'opération ? Il me semble que l'on devrait davantage observer dans ces questions les liens avec le caractère hostile ou amical de l'opération, les liens avec son caractère national ou transfrontalier, les liens avec les mécanismes de financement (titres ou *cash*), les liens avec les éventuelles compétitions et surenchères... Ces points me paraissent importants, tant du point de vue de la curiosité intellectuelle que pour la puissance publique. Chacun a en tête les déclarations de Jean Peyrelevade sur le mécanisme de régulation qu'il souhaiterait voir appliquer, et qui se fonde sur l'hypothèse selon laquelle les opérations hostiles entraînent par nature des gains plus faibles. Cette hypothèse reste à vérifier, comme d'autres. Il y a là un champ large pour la recherche.

LE RÔLE DES GESTIONNAIRES DE FONDS

Ma troisième question concerne un sujet qui a été largement abordé, notamment avec les travaux de l'équipe du LEREPS (Université de Toulouse). Il s'agit du rôle des gestionnaires collectifs de fonds. D'importantes questions sur leur politique de placement doivent être soulevées. Le travail du LEREPS, de ce point de vue, est extrêmement utile. Je crois qu'il faudrait également étudier la façon dont ces fonds interviennent par rapport à la gestion des firmes. Ce point a été rapidement abordé mais les modes d'intervention sont extrêmement divers ; il ne se limitent pas à *Exit* et *Voice*. A l'intérieur de *Voice*, il y a de multiples



modalités d'intervention de ces fonds et un travail sur les typologies serait intéressant. La question la plus importante, à mon sens, concerne la raison pour laquelle ces fonds ont pris une telle importance quantitative. Le fait de passer par des gestionnaires professionnels implique des coûts qui peuvent parfois être importants. Pourquoi est-ce que les ménages, au lieu de placer eux-mêmes leur épargne, passent par ce type de fonds ?

On sait, certes, qu'il peut y avoir des raisons institutionnelles et fiscales. Les fonds de pension se sont développés plus vite dans les pays où existent un dispositif fiscal *ad hoc* et une réglementation appropriée, que dans des pays comme le nôtre. Mais il peut y avoir d'autres raisons, notamment au niveau des performances. Il faudrait se demander d'où viennent ces meilleures performances. Soit les gestionnaires sont de meilleurs spéculateurs, avec de meilleures capacités à exploiter les imperfections du marché, soit leurs moyens d'action leur permettent d'intervenir sur la gestion de l'entreprise pour que celle-ci dégage pendant un temps donné des performances supérieures à celles du marché. Il peut également y avoir des raisons de taille, d'économie d'échelle et de liquidité, ainsi que des raisons liées à la capacité de diversification. Je pense que ce dernier élément est très important pour expliquer les performances des grands fonds. Je suis d'ailleurs frappé que ceux-ci ne demandent pas à ce que les résultats des entreprises soient lissés ; ils sont même opposés au lissage. Ils demandent plutôt aux entreprises d'obtenir le maximum de rendement, quitte à accroître le risque, car c'est par leur diversification qu'ils se font fort de limiter le risque.

LA STABILITÉ DU SYSTÈME FINANCIER

Ma quatrième question concerne la stabilité du système financier. Il ne s'agit pas ici pour moi de disqualifier les propos de Dominique Plihon. Les questions de stabilité bancaire sont certes très importantes. Mais elles sont mieux connues. Les ratios de solvabilité existent depuis plus de dix ans et des régulations puissantes se sont introduites dans le secteur bancaire. En revanche, comme l'expliquait Michel Aglietta, il existe un risque permanent de chute cumulative, et éventuellement violente, du prix des actifs du fait de reconsidérations collectives des anticipations. Ce risque est un sujet actuel et nous ne savons pas comment aborder le problème. Beaucoup de questions sont donc à élucider, tout d'abord sur la possibilité que les progrès de l'information, de l'analyse fondamentale et de la régulation permettent d'éviter la formation de certaines bulles et ainsi de limiter les risques d'effondrement des prix. Cette réflexion est sans doute un peu vaine si l'on se place dans le cadre des analyses d'André Orléan. Il faudrait aussi travailler sur les mécanismes techniques qui pourraient être utiles pour la prévention



des crises dues à des chutes de prix cumulatives et brutales : mécanismes de gestion de crise, de prix plancher, de coupe-circuit, d'intervention, ou mécanismes qui auraient pour objectif d'éviter ce type de choc par des collatéraux ou des garanties. Ce point rejoint les recherches et les débats qui ont pu avoir lieu après la crise asiatique, où l'on a vu les prix baisser de manière importante. Toutefois, il ne s'est malheureusement pas passé grand-chose concrètement et la réflexion sur tous ces sujets risque de se ralentir.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Mon cinquième point concernera les questions de politique monétaire. Je suis d'accord avec Michel Aglietta pour dire que la politique monétaire est un élément décisif pour les sujets abordés lors de ce colloque, à la fois parce qu'il s'agit du référentiel de l'ensemble des prix, et parce qu'il existe un certain nombre de mécanismes patrimoniaux passant par les marchés obligataires et boursiers qui rétroagissent sur l'ensemble de l'équilibre. Il me semble qu'il existe à ce niveau des questions importantes, qui n'ont rien d'original, comme par exemple celle du rôle de l'inflation des prix d'actifs dans la détermination de la politique monétaire. Il est certes tentant de dire qu'elle doit jouer un certain rôle, mais cela ne nous avance guère car la normalisation est beaucoup plus difficile pour l'inflation des prix d'actifs que pour l'inflation des prix des biens et services. S'il n'est pas très difficile de trouver une norme consensuelle pour l'inflation de ces derniers, pour les premiers en revanche, il n'existe aucune norme. Dans les pays où les comportements économiques sont fortement influencés par les plus-values patrimoniales, l'art du banquier central se trouve modifié d'une manière complexe, qui mériterait d'être étudiée.

L'EUROPE

Cette question n'a pas été abordée, ni même évoquée lors de ce colloque. Or, nous allons tous dans des réunions où l'on parle de l'Europe, de l'euro, de la politique monétaire et du marché obligataire européens, voire d'espace financier européen, et dans une réunion comme celle-ci, alors que nous parlons des changements de la finance globalisée, cette question est absente. À mon avis, ce n'est pas un hasard. Cela tient à des raisons fondamentales. L'espace financier européen n'existe pas. La finance est écartelée entre des mécanismes, des normes et des opérateurs mondiaux (analystes financiers, agences de *rating*, normes de comptabilité...) d'un côté, et des éléments nationaux (fiscalité, instances de supervision...) de l'autre, avec au centre l'euro, la politique monétaire et un début de marché obligataire. Le problème de l'efficacité



SIX REMARQUES SUR LA FINANCE GLOBALISÉE

de la politique monétaire dans un tel cadre, le problème des objectifs économiques et sociaux poursuivis par l'Union européenne, objectifs qui ne peuvent pas être déconnectés des thèmes abordés dans ce colloque, la question des institutions européennes et de la construction politique, sont autant de sujets qui se posent, en raison de cet écartèlement, de façon aiguë.