



DISCUSSION SUR L'ARTICLE « SYSTÈMES FINANCIERS ET RÉGIMES DE CROISSANCE »

DOMINIQUE PLIHON*

La réflexion proposée par Michel Aglietta a pour objet de mettre en perspective l'impact de la mondialisation financière sur le capitalisme contemporain. Michel Aglietta étudie les effets de la mondialisation à trois niveaux : le marché des entreprises, la logique des systèmes financiers et la dynamique des régimes de croissance. Dès le début de son analyse, Michel Aglietta indique qu'il n'y a aucune raison pour que la mondialisation financière amène tous les pays à adopter le même principe de cohésion sociale que celui du modèle américain. Les différences nationales pourraient persister en ce qui concerne les principes gouvernant les cohérences territoriales, les relations salariales et le fonctionnement des systèmes financiers. Toutefois, au-delà de ces différences, la finance globalisée, et son corollaire la mobilité du capital font converger les économies vers un nouveau régime de croissance, qualifié de « patrimonial ». Ce régime de croissance patrimonial se caractérise par de nouvelles formes de cohérence macroéconomique qui lui permettent de réguler ses contradictions internes. L'instabilité financière, qui est au cœur de ce régime, fait l'objet d'une analyse précise à la fin de la note.

La fresque ambitieuse présentée par Michel Aglietta suscite un certain nombre d'interrogations et de demandes de précisions :

- dans la première partie, consacrée aux entreprises face à la mondialisation financière, trois types de contrôle de propriété sont distingués : (1) le contrôle par la dette qui s'exerce dans les systèmes financiers à prééminence bancaire ; (2) le contrôle par le marché boursier avec levier d'endettement, qui caractérise les situations d'OPA et les comportements de *raiders* ; et (3) le contrôle direct par les actions effectué par les investisseurs institutionnels. Si le premier type de contrôle se distingue

* Professeur à l'Université Paris - Nord.



bien des deux autres, on peut se demander quelle est la portée effective de la différenciation entre les types de contrôle (2) et (3) dans la mesure où, dans la réalité actuelle, ceux-ci semblent étroitement mêlés. À titre d'illustration, on peut citer le cas de l'opération de fusion bancaire avortée SBP (Société générale, BNP, Paribas) en France en 1999 qui a consisté en une OPE inamicale dans laquelle les investisseurs institutionnels (qui détenaient de 40 % à 50 % du capital des deux protagonistes) ont joué un rôle décisif (c'est le cas d'Axa en particulier). En reprenant les termes du tableau n° 1, le contrôle « carnassier » par le marché boursier est-il si différent du contrôle « patrimonial » par les actions ? Les investisseurs ne brandissent-ils pas souvent la menace d'OPA auprès de *managers* pour arriver à leurs fins en matière de gouvernance ?

- dans les développements forts intéressants sur les relations salariales, Michel Aglietta montre que l'efficacité des entreprises dépend largement de facteurs macroéconomiques, prenant la forme de « complémentarités institutionnelles », qui peuvent être très différentes d'un espace territorial à l'autre. S'appuyant sur plusieurs études récentes, Michel Aglietta indique ainsi que les entreprises européennes sont en mesure d'avoir une efficacité productive concurrentielle sur la base de compromis sociaux fondés sur des objectifs plus égalitaires que ceux appliqués aux États-Unis. Mais il est également écrit qu'il en résulte qu'en Europe « le rendement financier en Bourse est en moyenne plus bas ». Comment concilier ce constat avec l'idée, énoncée à plusieurs reprises, que les investisseurs institutionnels - dont le poids est devenu prépondérant - imposent des *benchmark* pour les rendements financiers à l'échelle internationale ? La finance globalisée est-elle vraiment compatible avec des cohérences sociales et territoriales très différenciées ?

- dans la deuxième partie, consacrée aux différentes logiques de la finance, Michel Aglietta reprend à son compte la traditionnelle distinction entre finance bancaire et finance de marché. S'il est vrai que, sur le plan analytique, ces deux types de finance vont de pair avec deux formes d'intermédiation différentes, présentées dans le tableau n° 2, on peut se demander si cette typologie est opératoire dans la réalité. Les deux formes d'intermédiation ne s'interpénètrent-elles pas dans les faits ? Deux séries de raisons conduisent à le penser. D'une part, la plupart des groupes bancaires et financiers sont aujourd'hui de nature conglomérale et rassemblent des activités d'intermédiation bancaire et financière : en France, la plupart des fonds d'investissement (OPCVM) sont contrôlés par des banques. D'autre part, les innovations financières récentes (produits dérivés, titrisation des créances) ont singulièrement rapproché les deux formes d'intermédiation.

- dans la troisième partie, qui porte sur le fonctionnement du



capitalisme patrimonial, une distinction forte est introduite entre l'objectif des actionnaires majoritaires, qui est de maximiser le rendement financier des fonds propres, et l'objectif des actionnaires minoritaires qui serait simplement de rechercher un rendement minimum des dividendes. On peut se demander quelle est la cohérence externe de cette caractérisation des objectifs des deux types d'actionnaires. On comprend la logique des actionnaires majoritaires qui est de faire jouer l'effet de levier pour obtenir un rendement financier élevé et supérieur au rendement économique. Mais pourquoi ces derniers n'incluraient-ils pas dans leur fonction objectif la maximisation de la valeur actionnariale, comme le font les actionnaires minoritaires ? Par ailleurs, quelle signification donner à l'objectif d'un rendement minimum des dividendes des actionnaires minoritaires quand on sait qu'aux États-Unis la part des dividendes dans les revenus financiers n'a cessé de décroître ces dernières années ?

- enfin, dans le dernier paragraphe qui conclut l'étude, Michel Aglietta indique à juste titre que, dans le nouveau contexte de la finance globalisée, la politique monétaire doit être « élargie » pour prendre en compte des objectifs de stabilité financière qui deviennent prépondérants dans les préoccupations des autorités monétaires. Quid de la stabilité du système bancaire qui n'est pas mentionné ? Les dernières lignes de la note sont consacrées à la nécessité d'un « cadre institutionnel prévisible et vérifiable » pour une politique monétaire efficace face aux marchés. Quid de l'instauration de « règles monétaires » dans ce but ?