

*séance du lundi 25 janvier 1999*

## **LA DENATIONALISATION DES RELATIONS FINANCIERES**

*Jacques PLASSARD*

La globalisation ou, si l'on préfère, la mondialisation qu'illustre l'image du village planétaire est profondément engagée. Réfléchir au rôle, par définition, capital qu'y jouent les épargnes, tel est notre projet. Il s'agit non de juger, seulement de décrire, en référence toutefois au critère de santé qui - pour un économiste borné - est le progrès des niveaux de vie.

Pour éclairer la décennie qui s'achève et celle qui vient, situons-les, en préambule, dans l'histoire.

### **PRÉAMBULE HISTORIQUE**

Le statisticien-historien le plus crédible, Maddison, estime que de 1820 à 1913, donc sur près d'un siècle, une population mondiale élargie de deux tiers avait multiplié sa production globale par quatre, donc sa production individuelle par 2,4. En 1820 le commerce international ne concernait que 1 % de la production planétaire, en 1913 c'était près de 9 %.

L'ordre marchand était fondé sur l'universalité de cette fascination qu'exerçait, depuis des siècles, le « fabuleux métal ».

Keynes a décrit ainsi l'avant-1914: « L'internationalisation était sur le point d'être complète. Les nouveaux riches du XIX<sup>e</sup> siècle n'étaient pas habitués aux grandes dépenses. Ils préféraient la puissance que leur procuraient leurs placements aux plaisirs de la consommation. »

Ce progrès a été comme suspendu par l'exaspération du nationalisme qui provoqua les deux guerres, entre lesquelles se situa la Grande Crise. D'après Maddison, pour la France, le produit par habitant était en 1946 au niveau de 1913, et le ratio exportations/produits qui avait atteint 8 % en 1913 ne dépassait pas 7,7 % en 1950. Une panne d'un tiers de siècle.

Après cette césure, le temps perdu fut rattrapé. Dans le demi-siècle qui s'achève, distinguons trois étapes. Durant celle de la Reconstruction, jusqu'en 1970, l'ordre marchand était centré sur un dollar impérial encore formellement rattaché à l'or. Puis, les Américains s'étant laissés aller à une indiscipline inflationniste, il y eut une dévaluation du dollar vis-à-vis non seulement de l'or, mais aussi du mark et du yen, et le fameux choc pétrolier. Une quinzaine d'années de désordres, mais encore du progrès. Enfin, depuis 1986 environ l'ordre fut graduellement restauré. Il n'est plus fondé ni sur l'or, ni sur une seule monnaie, mais sur plusieurs, et, comme au XIX<sup>e</sup>, les prix sont redevenus stables. Enfin et surtout, les échanges planétaires de biens, de services et aussi d'images, bien qu'ils aient atteint une intensité record, augmentent encore.

On peut présenter - ainsi que le font les institutions internationales - l'économie mondiale comme l'addition d'une bonne centaine de produits nationaux. Mais ne serait-il pas plus judicieux, plus réaliste de changer de grille de lecture et de ne plus retenir la référence nationale là où elle n'est plus pertinente ?

Dans l'ordre économique la réalité actuelle essentielle, c'est l'universalité de marchés spécialisés par la nature des richesses qui y sont traitées. Cette optique interdit de confondre l'unité des marchés avec l'uniformité de ceux qui y participent. Sur un marché opérant des acteurs différents: si tous étaient semblables ils n'auraient rien à échanger entre eux. Jamais d'aussi nombreux marchés n'ont été universels, mais jamais les inégalités n'ont été aussi larges.

Les populations sont de trois types. Celles dont la production progresse depuis au moins deux siècles et dépasse sans cesse les records antérieurs. Celles qui restent en marge et vivent presque comme autrefois, ignorant le progrès ; aux yeux des autres elles reculent. Enfin celles qui s'efforcent, et donc réussissent, à monter du groupe du bas vers celui du haut. Ces trois catégories ont des relations substantiellement différentes avec les marchés universels et, en particulier, avec celui des capitaux.

Nous considérons d'abord l'outil de base qu'est la monnaie, puis le rassemblement des épargnes, surtout au sein des populations riches, c'est-à-dire l'offre de capitaux et enfin le développement des investissements, la demande de capitaux surtout dans les pays en mutation. Nous verrons ainsi combien sont puissantes les forces de progrès et aussi les obstacles qu'il faut surmonter.

## MONNAIES ET NATIONS

Depuis quelques semaines le monde dispose de deux monnaies dominantes assises sur deux ensembles de poids équivalents qui, additionnés, constituent - d'après les conventions statistiques - 40 % de l'économie mondiale. Ces monnaies ne subissent plus d'inflation significative. Le change entre elles n'est pas garanti, mais les variations des dix dernières années entre le dollar, d'une part, et le franc-mark, d'autre part, sont restées dans un chenal à plus ou moins 10 %. Dans un tel intervalle le risque de change est assurable. Les opérateurs spéculent sur une érosion du dollar, mais elle ne dépasserait guère 1 % l'an à échéance de 10 ans. Donc, deux banques centrales et un marché.

La novation institutionnelle est que l'euro n'a pas de liens explicites avec un État. Certains estiment que cette anomalie ne saurait être que temporaire. De toute façon elle ne sera pas éliminée avant longtemps. Rappelons d'ailleurs que le concept de souveraineté monétaire des États, si bien ancré dans les esprits, est exclu par la logique : deux États ne peuvent être souverains ensemble pour déterminer le change entre leurs monnaies, il y a soit un compromis, soit une domination, un arbitrage, pas une souveraineté. Qui songe encore à l'éventualité d'un contrôle des changes, il est invraisemblable entre le dollar et l'euro. D'autre part, plusieurs États ont rattaché, avec des procédures plus ou moins discrètes, leur monnaie nationale à une autre. C'est le cas des quinze États de la zone franc. Trois États de l'Est européen ont lié officiellement leur change au mark hier, donc à l'euro aujourd'hui. Les monnaies pétrolières du Moyen-Orient, dont le dinar irakien, sont fixées sur le dollar ; l'est encore le peso argentin ainsi qu'une quinzaine d'autres monnaies. Le plus remarquable est le yuan que les autorités de la nation la plus nombreuse veulent stable vis-à-vis du dollar américain ; la confiance qu'inspire cet attachement est recherchée par un gouvernement chinois qui n'éprouve aucune fierté en matière de gros sous.

L'histoire avertit qu'aucun régime monétaire ne dure toujours, mais le dispositif en place est l'un des plus équilibrés que l'on ait connu. Il est consolidé par le fait que le financement du déficit public par la Banque centrale est condamné autant en Europe qu'aux États-Unis. L'émission de crédits privés est soumise à une même règle transnationale connue sous le nom de ratio cooks. Enfin, presque en contrepois aux disciplines qui viennent d'être évoquées, la crainte de la déflation obsède presque autant Francfort que New York.

Des institutions financières spécialisées dans le recrutement et la gestion d'épargne pour le compte des ménages réalisent depuis une quinzaine d'années un développement explosif. Les formules sont diverses selon les pays, notamment en fonction des règles fiscales, mais ces investisseurs institutionnels que les Français appellent les « zinzins » prospèrent dans tous les pays riches.

Ce sont les fonds de pension, principalement aux États-Unis et en Angleterre, les assurances vie et les sociétés d'investissement partout. Les réseaux commerciaux travaillent, avec un zèle bien rémunéré, à rassembler des fonds et ils y réussissent d'autant mieux que les formules usuelles comportent des apports périodiques ou, au moins, une certaine immobilisation. Le rythme d'augmentation des capitaux ainsi rassemblés peut fléchir, mais le stock augmente.

Deux arguments de vente pour les « zinzins ». Le vieillissement des populations est tel que les régimes sociaux par répartition ne suffiront pas. De surcroît, les investisseurs institutionnels peuvent faire état des bons résultats obtenus par les placements qu'ils ont gérés depuis une quinzaine d'années, sauf pour ceux, assez rares en Occident, qui ont été piégés au Japon. Les cours à Wall Street ont été multipliés par quatre à cinq sur les douze dernières années.

Donc, sur le marché universel des capitaux, des professionnels au sein d'institutions spécialisées de plus en plus puissantes ont un rôle qui s'accroît. Or, ils sont actifs, grégaires et exigeants.

Les gestionnaires étudient sans cesse les caractéristiques des placements, car ils peuvent ajuster les portefeuilles fréquemment et à faible coût. Autrefois ils avaient des horizons plus courts que ceux de gestions patrimoniales traditionnellement inscrites dans la durée. Mais ce trait a été écarté par l'adoption du concept de « création de valeur ». L'objectif n'est plus le prochain dividende, mais la valorisation des sociétés sur le long terme qui s'exprime d'ailleurs immédiatement dans les cours. On est plus attentif à la valeur du patrimoine qu'au revenu.

Ces professionnels ont un comportement que vous qualifierez selon votre choix de « mimétique » ou de « panurgique ». Si beaucoup estiment qu'un placement est bon, ils le choisissent et font ainsi monter le cours, ce qui valide leur jugement initial. Mais l'attitude moutonnière a une autre raison sur laquelle il serait incorrect d'insister. Si un gestionnaire se trompe avec les autres, nul ne le blâme, tandis que s'il se trompe seul, sa culpabilité est manifeste ; il est donc commercialement sage de rester dans le troupeau. Ce panurgisme est entretenu par l'information, tous s'alimentent quotidiennement à deux sources, le « FT » et le *Wall Street*.

Ainsi est constitué un réseau transnational, d'autant plus puissant que, s'il n'est pas formellement structuré, il est cohérent. La plupart des participants opèrent à l'échelle occidentale. Les frontières imposent un hommage symbolique aux États, les spécificités fiscales amènent à recourir à des filiales nationales rattachées ostensiblement, de plus en plus souvent, à la notoriété du pôle central.

Certains fantasment et dénoncent l'arrogance de ces puissances mythiques que seraient le « capital » et le « marché », l'un et l'autre dépourvus de sentiments, donc inhumains. Mais ce n'est que dans la mesure où l'on fait abstraction des hommes qui les constituent que ces organes apparaissent inhumains. Dans la réalité concrète les opérateurs font de leur mieux pour satisfaire leurs clients parce que leur intérêt est d'y réussir. Il n'y a guère d'arrogance en ces milieux, car elle inspire des erreurs vite sanctionnées par l'élimination, par une purification. Choisir entre les monnaies, la nature des placements, les secteurs et les signatures n'est pas simple, et nul ne garde longtemps la prétention d'être capable de gagner à tous les coups.

La grande dimension permet des économies d'échelle en matière d'études et de procédures et apporte aussi prestige et notoriété. Des efforts sont néanmoins utiles pour que les contacts avec la clientèle gardent sinon le caractère ancien d'intimité avec des notables peu nombreux, du moins un aspect de convivialité personnelle. Ce n'est qu'à terme, à mesure que les jeunes internautes disposeront de patrimoines plus conséquents, que deviendra significative la gestion individuelle directe par Internet qui imposera des ajustements institutionnels.

Trois emplois pour l'épargne ainsi regroupée. Le plus sûr, c'est la rente, aujourd'hui les bons du Trésor des grands États et notamment de l'américain. Hélas, les États-Unis remboursent leur dette et dans la zone euro les déficits sont contrôlés afin que la dette publique diminue, au moins relativement. Les émissions d'emprunts par les sociétés s'élargissent. Se financer à long terme devient en effet plus attrayant avec la baisse des taux longs. Le crédit bancaire est concurrencé par les émissions d'obligation. Ce qu'on appelle la « désintermédiation » réduit le rôle du crédit commercial vis-à-vis des plus grandes entreprises. Les débiteurs sont ainsi libérés d'une dépendance étroite vis-à-vis des banques grâce au recours au marché obligataire.

Le poids des « zinzins » dans l'actionnariat s'alourdit graduellement. On n'a pas encore pris conscience de ce qu'il sera, car leur montée en puissance est encore récente. L'exigence formelle première des gestionnaires sur les dirigeants des entreprises est la sincérité ou, dans l'argot de ce milieu, la « transparence ».

Les entreprises doivent informer de leurs projets et aussi de leurs déceptions. Une erreur avouée avant que le marché n'en ait eu vent est plus facilement pardonnée. Ce qui est condamné par une chute de confiance et de cours, c'est la dissimulation ou même seulement le retard de l'information. Subsidiairement, pour informer leurs actionnaires les sociétés doivent adopter le langage comptable utilisé aux États-Unis et codifié par les autorités qui assurent la police sur le marché de New York. C'est la modalité technique formelle de l'unicité du langage marchand.

Mais l'exigence fondamentale est que chaque société cotée développe ses bénéfices, crée de la valeur au moins aussi vite que les autres. Depuis une dizaine d'années la norme américaine est une avance des cours de l'ordre de 15 % par an dont une moitié correspond au progrès des dividendes, l'autre à la baisse du rendement qu'accepte un actionnariat comblé de plus-values quasi miraculeuses. Or, dans le même temps, l'expansion nominale des économies les plus avancées n'a guère dépassé 5 % l'an.

## **DES SOCIÉTÉS TENDUES VERS L'EFFICACITÉ**

Pour satisfaire aux exigences de leurs actionnaires qu'expriment les gestionnaires par le truchement du marché, les dirigeants des sociétés cotées doivent créer le plus de valeur. Depuis une bonne douzaine d'années ils y réussissent, et leurs performances dépassent celles de l'économie développée.

Leur succès passe par trois voies : la technique, la rationalité, l'extension géographique.

D'abord, aujourd'hui comme hier, le progrès des sciences ouvre de nouveaux chemins : l'électronique, l'informatique et la biologie.

Ainsi s'écrit un chapitre supplémentaire dans l'histoire du progrès technique. L'originalité actuelle est peut-être que des hommes de plusieurs cultures sont mobilisés pour le mettre en œuvre.

Le deuxième axe n'est pas nouveau dans son principe, mais la dimension des ajustements paraît sans précédent.

Au cours des récentes années, l'euphorie des résultats et la baisse des taux ont amené à élargir les capacités de production au-delà des besoins. Pour résorber cet excès il faut, comme autrefois, rationaliser, c'est-à-dire fermer les sites les moins efficaces.

Au cours des phases précédentes les entreprises moyennes gagnaient souvent face aux grandes, car leur capacité d'adaptation était plus rapide. Maintenant les grandes l'emportent souvent parce que sous l'emprise des marchés elles sont devenues plus flexibles, ce ne sont plus des mammoths.

Ainsi s'opèrent des accords, des fusions, des absorptions nombreuses et de grande taille. Naturellement toutes ces opérations sont inspirées par des projets dynamiques tendus vers l'avenir. Ils devraient être bénéfiques pour tous. A quoi bon souligner les aspects pénibles de ces rationalisations, même lorsque les acteurs en sont conscients. Aussi bien une capacité d'illusion contribue à faire accepter la nécessité.

En règle ces regroupements ignorent la dimension nationale des sociétés en cause, ce qui est d'autant plus aisé que les éléments assemblés ont déjà presque toujours des dimensions multinationales. La nationalité juridique d'une société est secondaire, l'important c'est sa compétitivité dans les secteurs professionnels où elle opère. Une entreprise, c'est beaucoup moins des usines ou des magasins installés quelque part qu'une organisation vivante composée d'hommes, ou plus exactement d'équipes, et qui a acquis au cours de son histoire un savoir-faire collectif. Celui-ci n'est guère évaluable que par les résultats qu'il dégage et qui le valident.

Le troisième axe d'expansion des sociétés, c'est ce qu'on appelle parfois encore leur diversification géographique. Le savoir-faire constitué le plus souvent dans le monde occidental, c'est-à-dire au sein des populations riches, peut être mis en œuvre au sein des populations moins évoluées.

Il n'est pas nouveau que des élites des peuples avancés s'efforcent de déployer leur capacité auprès de peuples moins développés. Ce qui est nouveau, c'est l'ampleur du phénomène et le fait qu'il est conduit par des capitaux privés et non plus par des États colonisateurs, et aussi que sont mobilisés dans les pays en expansion de plus en plus de personnel local et pas seulement aux échelons les plus humbles.

Si les sociétés se sont développées plus que les économies occidentale et japonaise, c'est principalement parce qu'elles ont étendu le champ géographique non seulement de leur vente, mais surtout de leur production. Les sociétés françaises cotées visent un chiffre d'affaires hors de France au moins équivalent à celui qu'elles réalisent dans l'Hexagone. Beaucoup ont d'ailleurs dépassé ce ratio minimum, prouvant ainsi, expérimentalement, la validité universelle de leur savoir-faire. ~ Ces avancées ne sont pas aisées et les déconvenues sont moins décrites que les succès, mais guère moins fréquentes.

Dans la montée des populations en développement, voire en effervescence, les capitaux fournis par l'Occident d'abord, par l'Occident et le Japon ensuite, ont eu un effet dynamisant parce qu'ils étaient souvent mis en place par des équipes ayant une forte expérience préalable.

Deux références concrètes - Mac Donald's ne met pas en œuvre une technique sophistiquée mais un savoir-faire très spécial. Il a réussi à en transposer l'application dans des sociétés de culture plus ou moins éloignée de celle d'origine. Il a ainsi acquis un second savoir-faire, celui d'adapter une formule américaine à presque toutes les sociétés du monde. Des Allemands jugent que leur capacité à concevoir, fabriquer et vendre des automobiles est

signifie pas une éclipse des nations, mais impose une plus exacte délimitation des responsabilités étatiques.

Le progrès n'apparaît pas sans nuage à ceux qui le font et le vivent. Un recul d'au moins une décennie est indispensable pour apprécier le chemin parcouru et relativiser les sacrifices consentis. Qui ne connaîtrait le dernier demi-siècle que par la « une » de nos quotidiens saurait qu'il a comporté une succession de crises, mais ne pourrait imaginer que la population du globe a plus que doublé, que son niveau de vie a presque triplé. Même les derniers de la classe, les Africains, produisent 50 % de plus par tête qu'en 1950. Les exportations qui pesaient moins de 8 % de la production française en 1950, comme en 1913, en absorbent maintenant près du quart.

Les trois forces à l'œuvre paraissent durables, à savoir l'abondance de l'épargne qu'accumulent les peuples riches et vieillissants, le désir de changement qui soulève les peuples pauvres et jeunes à mesure qu'ils voient les images séduisantes des villes évoluées, et enfin le zèle d'équipes managériales occidentales que renforce une élite venue de cultures différentes, mais convertie à l'efficacité marchande. Ces équipes ont pour fonction de rendre fécondes les épargnes fournies par les uns en les investissant chez les autres.

L'obstacle à ce processus vient de ce que certaines zones n'inspirent pas confiance aux capitaux parce que les gouvernements n'ont pas compris la fonction qu'ils ont à remplir dans le progrès et que beaucoup restent réfractaires à la discipline financière qu'impose la condition humaine.

Sur le même terrain, avec les mêmes règles du jeu, certains perdent et d'autres gagnent la Coupe du monde. Avec des marchés auxquels toutes sont ou peuvent être rattachés, certaines nations obtiennent plein emploi et avance du niveau de vie, d'autres ne réussissent ni à employer leur population, ni à élever son niveau de vie, certaines savent épanouir les personnes, d'autres seulement partager l'insuffisance.

La condition du progrès est presque partout dissimulée sous l'esotérisme d'une langue technique sophistiquée, car elle est dramatiquement simple et parfaitement banale. Un proverbe désuet l'énonçait de façon provocante: « Qui paie ses dettes s'enrichit. » L'ordre dépend de l'attitude des emprunteurs et de celui des prêteurs. Ceux-ci ne devraient prêter qu'aux riches, ou du moins qu'à ceux qui ont de fortes chances d'être en mesure de rembourser. Mais, bien que les détenteurs de capitaux ne soient plus des usuriers, ils cèdent à la tentation de prendre des risques dans l'espoir de majorer leur gain.

Les désordres d'actualité sont manifestes. Des États, le russe et le brésilien par exemple, ont trop emprunté et ne peuvent rembourser leurs créanciers et surtout pas les étrangers dont les titres sont libellés en dollars. On a trop prêté à des entreprises asiatiques qui ne peuvent faire face à leurs engagements. Le pire est la confusion des genres avec des débiteurs qui paraissent disposer de garanties publiques lorsqu'ils empruntaient et sont lâchés lorsqu'ils doivent rembourser.

La fonction des États nationaux est d'assurer la police de façon à ce que les créanciers et débiteurs privés respectent les règles de propriété et de prudence et soient pénalisés pour leurs erreurs, mais pas trop. Nul ne recommande plus que les prêts à intérêts soient interdits, on sait que cette prohibition stopperait le progrès.

La novation discrète est que les États nationaux ne suffisent pas à contrôler des marchés universels. C'est pourquoi il est fait appel à des instances transnationales. Le Fmi s'efforce de discipliner les emprunts des États hors de leurs frontières. La BRI constituée en janvier 1930, avant que l'on ait pris conscience de la gravité de la crise de septembre 1929, s'efforce avec discrétion - au nom des 45 banques centrales qui y adhèrent - de discipliner les institutions financières de droit privé. Elle se préoccupe même des institutions cachées dans