

ALAIN RICHARD

Les Finances
et les investisseurs institutionnels

Le pouvoir économique est un objet de débat politique entouré de mystères, encadré de préjugés ploutocratiques et, dans la mythologie plus typiquement française, souvent examiné au travers de la thèse du complot. L'économie du pays a été, à toute époque, décrite comme dirigée par une association ramifiée au service d'intérêts privés d'autant plus formidables qu'ils demeureraient quasi invisibles. Cette approche machiavélique de l'économie, bien sûr dominante dans les formations politiques extrêmes, a notablement pesé sur les attitudes de l'ensemble du monde politique et sur son dialogue avec l'opinion en matière économique. De Gaulle refusant « la politique faite à la corbeille » ou Mitterrand réitérant sa méfiance des « puissances d'argent » expriment, dans leur rôle d'interprètes des sentiments communs des Français, cette vision vigilante face à un grouillement souterrain et néfaste.

Le ministère des Finances et les investisseurs institutionnels, couple séculaire et étroitement solidaire aux commandes de notre vie économique, prennent leur part dans la construction psychologique collective. Ils devraient normalement s'en dissocier à cause de leur appartenance à la sphère publique, et pourtant ils sont associés à l'ambiance de mystère, pour une série de raisons qu'il conviendra d'élucider. Ils concourent en tout cas à une centralisation réelle du pilotage économique dans des conditions qui, une fois approfondies, donneront prise à une approche politique raisonnée.

Les investisseurs institutionnels sont, d'abord, une réalité financière tout à fait pratique. De grands organismes dépositaires de fonds ont comme contrainte majeure, du fait de la destination de ces

fonds, de les répartir en placements productifs tout en préservant une disponibilité élevée face aux droits de leurs créanciers. Ce sont les compagnies d'assurance, les fonds de pension par capitalisation, les organismes bancaires soumis à des obligations particulières de dépôt ou de placement. Ils se différencient des autres intermédiaires financiers, et particulièrement des banques d'affaires, en ce que leur objet et leur métier ne sont pas le placement à long terme assorti d'un contrôle stratégique. Outre le rôle majeur qu'ils jouent sur le marché des obligations, leur intervention est influente sur le marché monétaire. Et, sur le marché des actions — donc du contrôle des entreprises — leur ambition gestionnaire limitée ne peut faire oublier le poids de leurs achats et de leurs participations de portefeuille.

C'est essentiellement au regard de cette régulation, à court et moyen terme, des marchés financiers que l'alliance ministère-investisseurs institutionnels représente un outil décisif. En effet le Trésor compte parmi ses missions traditionnelles, en France, le contrôle du bon fonctionnement de ces marchés. Certes, il s'agit au départ d'une mission d'ordre public visant à assurer autant que possible la continuité, la transparence de ce marché et la régularité des transactions. Mais, même dans un marché traditionnel et de taille moyenne, comme l'était la place de Paris, le strict maniement des outils réglementaires ne pouvait donner qu'une sécurité très imparfaite aux épargnants et l'intervention directe du Trésor a été ressentie comme un débouché logique de sa fonction régaliennne, à l'opposé des concepts de pouvoirs compensateurs que la tradition anglo-saxonne emploie en pareil cas.

Cette participation au jeu financier, en cohérence avec les réflexes interventionnistes de la puissance publique française, se trouve historiquement confortée par deux autres caractéristiques contribuant, elles aussi, à l'originalité du système financier français. D'une part le ministère des Finances est à la tête d'une sorte de constellation financière, les correspondants du Trésor, présentant une grande variété mais tous voués, par la loi, à un partenariat financier étroit avec lui. Donc, pour leurs intérêts au moins, le Trésor a été amené à prendre position sur le marché. D'autre part le budget de l'Etat a depuis très longtemps présenté un déficit prévisionnel, accepté politiquement comme une des réponses normales aux nécessités financières. Le financement de ces déficits successifs, même s'il a couramment donné lieu à une création monétaire pure, se réalisait par emprunts placés sur le marché financier où le ministère a donc joué, traditionnellement, le rôle de premier emprunteur.

En général, le ministère des Finances et les investisseurs institu-

tionnels ont une convergence de préoccupations qui est, justement, le bon fonctionnement des marchés financiers. Sur n'importe quelle place financière, on observe des habitudes de concertation, l'exercice d'un pouvoir réglementaire assorti de contrôles, et aussi le recours aux techniques d'influence que permet, dans les démocraties stables, la détention de responsabilités économiques majeures. Il serait paradoxal de croire qu'en quelque pays développé que ce soit, les deux outils fonctionnent en totale indépendance.

En revanche le cas français porte bien sa part d'originalité, qui justifie qu'on en fasse un cas d'étude politique plutôt que de simple description fonctionnelle. Pour commencer, c'est la stature du ministère lui-même qui requiert l'analyse. Sans remonter loin dans l'histoire, la formation institutionnelle de ce ministère et son réseau d'influence lui donnent un relief particulier, qui confère non seulement à son détenteur politique mais plus encore à sa technocratie permanente un rôle véritablement dirigeant. Il y aurait d'ailleurs une réflexion à conduire sur les inspirations fort variées des critiques contre la toute-puissance des Finances. Nul doute qu'en matière d'orientation politique, beaucoup de ces critiques contestent en réalité l'exigence, jugée trop douloureuse, de la cohérence dans l'action publique, sous couvert d'observations sur la manière dont cette cohérence est obtenue. Mais il reste que la France est un des rares pays développés où la politique budgétaire, la régulation globale, les relations financières internationales, la fiscalité et la politique du secteur public sont réunies dans un seul centre de pouvoir.

A l'époque moderne, la « prise » d'un tel ministère sur les circuits de décision économique est donc nettement plus affirmée que dans la configuration politico-administrative de beaucoup de pays partenaires, sans même parler de l'effet des structures fédérales ou de l'autorité propre des banques centrales, quelque peu « hypertrophiée » chez certains. Quand des opérateurs internationaux observent notre système d'encadrement des marchés financiers, la place que tient le ministère leur paraît plus forte que dans les autres pays développés à cause de cette synergie avec les autres fonctions de régulation. Les appréciations que leur inspire ce constat varient selon les époques et les penchants personnels mais le fait politique est avéré : auprès de ce géant, les autres partenaires du jeu financier semblent nécessairement plus petits.

C'est la première composante de l'originalité française dans la répartition des pouvoirs financiers, mais il y en a d'autres. L'une est négative, c'est l'absence des fonds de pension par capitalisation

qui forment des masses stabilisatrices sur les marchés financiers de la plupart des grands pays industriels. La philosophie française de la protection sociale a réduit à presque rien cette fonction, puisque non seulement les retraites « de base » mais aussi les retraites « complémentaires » sont versées par des caisses détenant quelques jours ou semaines de trésorerie. Le fait est d'autant plus déterminant que, partout où ils existent, des fonds de pension ont une spécificité socio-professionnelle qui les fait échapper à l'influence directe du ministère des Finances et des grandes institutions financières privées. Indépendamment de ses effets macro-économiques, la prééminence du système de retraite par répartition prive d'existence ce qui pourrait être un « outsider » de la technostructure financière.

Car, c'est l'autre originalité de notre situation nationale, les grands investisseurs institutionnels que sont les compagnies d'assurances et les organismes bancaires spécialisés sont soit inclus dans le secteur public concurrentiel, soit soumis à une réglementation technique strictement administrée par le ministère des Finances. Effet de la vague de nationalisation de 1945 sous l'empire du programme du Conseil national de la Résistance — sans doute inspiré par le rôle visible de ces pouvoirs privés dans les marchés financiers d'avant-guerre — le secteur public reste dominant, les dénationalisations de 1986-1988 ayant à peine équilibré les nouvelles nationalisations de 1982. Or même à l'égard du secteur privé — d'ailleurs cloisonné par l'existence de réseaux mutualistes puissants — le pouvoir d'encadrement technique du ministère, pourvu d'une direction des assurances, est très étendu comparativement à ce qu'on trouve ailleurs.

S'agissant des organismes bancaires spécialisés, les mêmes constats peuvent être faits. Ce second secteur est illustré, en matière de répartition de pouvoirs, par une institution très particulière à l'organisation financière française, la Caisse des Dépôts et Consignations. Il s'agit d'un groupe particulièrement puissant, assis sur une tradition séculaire et remarquablement installé dans le système relationnel de l'Etat central comme des collectivités territoriales. Son partenariat avec le ministère des Finances appelle quelques notations spécifiques, car la polyvalence de ses missions et sa structure originale le placent dans une plus grande indépendance. Dans la gamme subtile des relations du ministère avec le secteur public de la banque et de l'assurance, la Caisse des Dépôts et Consignations détient des atouts parce qu'elle est plus interministérielle, plus décentralisée et plus diversifiée économiquement ; la solide tradition consacrant l'autonomie de son directeur général, ainsi que l'assise parlementaire

bipartisane de son Conseil de surveillance, complète son profil d'investisseur institutionnel apte à coopérer avec le ministère plutôt qu'à le suivre.

La Caisse des Dépôts, avec son poids et son prestige, fournit un exemple poussé, mais non isolé, du caractère bilatéral de notre structure financière centrale. Les grands investisseurs institutionnels n'agissent pas comme les préposés dociles d'un ministère des Finances « seul maître après Dieu ». Ils ont leurs positions de marché, toujours disputées, leurs stratégies d'entreprise, personnalisées et évolutives, leurs « domaines réservés » qui rééquilibrent la relation de dépendance. Et le ministère des Finances détient vis-à-vis d'eux une position qui est, elle aussi, complexe. Ils sont ses partenaires dans la régulation des marchés, mais ils assurent d'autres fonctions qui importent à l'Etat. Ils l'aident à dynamiser et à orienter deux secteurs économiques clés : la banque et l'assurance. Ils lui fournissent des appuis parfois décisifs dans des opérations de restructuration et de développement d'un secteur public industriel (au sens large, avec les transports) qui lui-même constitue l'épine dorsale de l'économie française. Le ministère des Finances ne peut pleinement réussir ses missions stratégiques que s'il laisse prospérer ses grands correspondants.

Cette relation d'interdépendance se trouve confortée par une autre structuration en réseau, qui est celle des hommes et des mentalités. A travers des procédures d'affectation qui se sont rôdées depuis maintenant deux générations, fonctionne un véritable marché du travail des dirigeants financiers au sein de l'ensemble ministère-correspondants. A partir des services du ministère — et principalement de la direction du Trésor, qui y incarne la fonction de régulation financière — s'organise de manière souple et efficace une circulation des responsables, qui essaime vers les institutions monétaires nationales et internationales, mais dont les débouchés essentiels sont le secteur bancaire public, les institutions spécialisées, le secteur public des assurances et le groupe Caisse des Dépôts. L'expérience prolongée démontre que cette filière très particulière n'a pas nui à la compétitivité ni à la capacité d'adaptation des entreprises en cause, ce qui lui permet de perdurer à travers des situations politiques et des cycles économiques très variés. Mais, abstraction faite de l'évaluation technique et économique qu'on peut en faire, cette communauté humaine constitue une donnée politique digne d'examen.

Cette réalité peut suggérer plus qu'un développement classique sur la technocratie. La réflexion peut éclairer les facteurs d'unité qui relient les principaux chefs de service de la direction du Trésor, leurs partenaires au cabinet du ministre et du Premier ministre,

les nombreux dirigeants d'institutions financières issus de leurs rangs. Ils ont une mission commune qui est la bonne marche des marchés financiers français et leurs réflexes professionnels y contribuent. Mais ils ont aussi comme fonction de faire vivre un système financier complexe, en prise directe sur l'économie internationale, dont l'originalité est bien connue des partenaires du monde entier. A l'image collective d'une profession se trouvent associés des enjeux importants de l'économie nationale dans un contexte de compétition croissante. Démontrer la réussite du complexe financier public français au regard d'autres acteurs, pétris d'un libéralisme inconditionnel, est une motivation unifiante et ancrée dans la réalité. Il n'est donc pas exagéré d'évoquer, à l'égard de ce groupe dirigeant, un facteur d'intérêt supérieur. Des appréciations variées, dont certaines caustiques, peuvent entourer ce phénomène ; il n'est cependant pas de l'ordre du dérisoire.

En contrepoint, la capacité de dialogue de ce noyau de responsabilité avec les autres pouvoirs publics demeure évidemment réduite. Des règles démocratiques élémentaires assurent une subordination, tant du ministère des Finances que de ses correspondants, aux échelons supérieurs de l'exécutif, lorsque sont en jeu des choix majeurs, et aussi lorsque se décide l'affectation des hommes. Elles soumettent aussi le système financier au contrôle du Parlement et dans leurs relations avec les intérêts privés, à la sanction de la justice. Mais les facteurs « isolants » sont puissants. La gestion des marchés financiers, en particulier dans les conjonctures agitées, relève de l'immédiat et ne se prête pas à la délibération, même à huis clos. La connexité des décisions en cause avec la stabilité monétaire, à la fois attribut de souveraineté et garantie de solidité économique, inhibe fortement les prises de positions publiques, surtout si elles sont critiques. Ne mentionnons la complexité des dossiers que pour souligner que les choix de présentation, tant des documents publics soumis au débat que des éléments présentés à l'examen des décideurs, ne visent pas toujours à l'éclaircir. Enfin, la médiatisation croissante de la vie publique met au premier plan des réflexes et des mécanismes psychologiques, tournés vers l'immédiat et l'affectif, qui facilitent le repli dans la pénombre des questions clés de l'économie financière.

Toute la question qui demeure, à la phase actuelle d'évolution de nos structures économiques, repose sur la pérennité d'un système interdépendant à base publique. L'immersion croissante de l'économie française — et encore plus de son système financier — dans les marchés mondiaux ne milite guère dans ce sens. Mais la persistance des facteurs culturels, idéologiques et presque ethnologiques qui ont

atrophie le capitalisme français, est tout aussi réelle. Or, le substitut que constitue le secteur public à la française subit, année après année, un « examen de passage » plutôt concluant devant des milieux économiques internationaux méfiants mais pragmatiques. Qu'on mesure la distance entre les tentations de rétraction qui accompagnaient les nationalisations de 1982 et les partenariats fort classiques qui entourent les acquisitions internationales des mêmes groupes en 1989-1990... Aussi vaut-il mieux maintenir la question ouverte. Assurée par de solides contreforts institutionnels et techniques, confortée par la faible implication dans son domaine des autres pouvoirs politiques, organisée en centre nerveux efficace d'une économie très internationalisée, la ferme alliance entre ministère des Finances et investisseurs institutionnels ne paraît pas soumise prochainement à une remise en cause radicale. Elle encourt tout au plus un subtil déplacement de son centre de gravité, qui ne la rapprocherait sans doute pas des lieux ordinaires du débat politique.

RÉSUMÉ. — *Le rapport entre ministère des Finances et investisseurs institutionnels appelle, en France, une analyse politique. Le rôle dirigeant du ministère, l'absence des fonds de pension par capitalisation, la nationalisation ou le contrôle des grands investisseurs institutionnels et organismes bancaires spécialisés, la structuration en réseaux des hommes et des mentalités en font un système technocratique peu adapté au dialogue avec les autres pouvoirs publics, mais capable de perdurer.*