Débat 4
Marchés et investissements : peuvent-ils se marier ?

Olivier Pastré
Cercle des économistes

Je l'aime. Elle m'aime.
Nos parents sont d'accord.
Que faire ?

La finance se remet à perdre les pédales. Malgré des réglementations de plus en plus nombreuses et apparemment de plus en plus intrusives, depuis deux ans environ, chaque semaine apporte son lot de petits arrangements entre amis, d'errements nouveaux et de scandales à répétition. Je ne vise pas ici les contraventions longuement muries et clairement revendiquées par des individus en rupture de ban social du type Kerviel ou Madoff. Je vise ici les débordements qui se produisent dans le cadre de la loi, au vu et au su de (presque) tous, débordements qui font même l'admiration d'une partie de nos élites financières et qui s'inscrivent au cœur même du système, mettant à nouveau en péril la pérennité de celui-ci. Les bonus se remettent à exploser. Les transactions financières s'opèrent à une vitesse qui brouillent tous les radars (ex : le *trading* à haute fréquence) et dans une opacité qui rend le contrôle de plus en plus aléatoire (ex : les *dark pools*). Les *hedge funds* et autres fonds purement spéculatifs trouvent des parades de plus en plus sophistiquées à l'amorce d'esquisse d'embryon de régulation que l'on est parvenu à leur imposer.

Malgré les dénégations des banques et de certaines de leurs autorités de tutelle, des pans entiers de l'industrie, pourtant désireux d'investir, ont de plus en plus de mal à trouver des financements adaptés à leurs besoins. Certains régulateurs recommencent même à perdre le Nord, soit en poussant jusqu'à l'absurde le détail de certaines réglementations, obligeant ainsi leurs administrés à passer plus de temps sur le *reporting* que sur le contrôle des risques, soit, comme dans le cas du procès intenté par les tribunaux américains à BNP Paribas, en s'arrogeant des prérogatives juridiques (d'extraterritorialité réglementaire ou de vie et de mort sur les opérations effectuées par une banque non américaine en dollars) exorbitantes du droit commun.

En ce début d'année 2014, on a ainsi l'impression que :
– une fois digéré le choc (salutaire ?) de la faillite de Lehman Brothers qui avait permis d'espérer certains changements de comportements déviants, on est reparti « comme en 14 » ; – de nombreuses pratiques professionnelles et certaines réglementations en cours de discussion n'ont d'autre but que de donner raison au Prince Salina (*Le Guépard* de Tomasi di Lampedusa) pour qui « il faut que tout change pour que rien ne change ».

Dans un tel contexte, peut-on espérer retrouver la raison et redonner à la finance le rôle premier qui est le sien à savoir financer l'économie et, ce partant, contribuer enfin à la création d'emploi ? *That is the question*. Pour essayer de répondre à cette question, il est indispensable d'en poser d'autres. Revenant aux préceptes fondateurs de la pédagogie, nous organisons celles-ci selon une séquence qui a prouvé son efficacité au cours de la longue histoire des sciences : « Qui ? », « Où ? », « Quand ? », « Comment ? », « Pourquoi ? », en rajoutant « Pour qui ? ».

Qui ?

Que sont les marchés financiers devenus ? Il fut un temps où la réponse à cette question était relativement simple. Il y avait, d'un côté, une offre de produits financiers, certes diversifiée, mais relativement typée et, de l'autre, une demande, elle aussi relativement standardisée. Cet univers facile à baliser a disparu. De nouveaux opérateurs sont intervenus, aussi bien du côté de l'offre que de la demande. L'offre s'est extraordinairement diversifiée, des intervenants toujours plus nombreux cherchant à jouer un rôle sur des marchés financiers de plus en plus complexes. Des opérateurs de télécom aux sociétés de services informatiques en passant par certains E.T, tels les *bitcoins* ou le *crowdfunding*, le jeu de go de la finance se joue aujourd'hui avec des pions aussi inquiétants que fascinants. Dans ce contexte nouveau, on ne sait plus où donner de la tête, et donc de la carotte et du bâton. Quant à la demande, elle se retrouve elle-même sans boussole. Comment faire revenir en Bourse les investisseurs particuliers qui ont complètement déserté celle-ci (leur part au capital des entreprises françaises cotées étant passée de 25% en 1995 à moins de 10% aujourd'hui) ? Dans un autre registre, quelles conséquences en matière de gestion d'actifs vont avoir pour des opérateurs aussi traditionnels que les banquiers et les assureurs les nouvelles règles prudentielles (Bâle III et Solvency II pour ne citer que les plus évidentes) qui s'imposent à eux ? Nul ne peut prétendre le savoir. Une seule réalité s'impose comme une évidence : les chemins du financement seront de plus en plus sinueux et ressembleront de moins en moins aux autoroutes que les flux financiers ont empruntées dans les années qui ont précédé la crise.

Où ?

Où doit-on (et peut-on) financer l'investissement dans une économie à la fois de plus en plus mondialisée et de plus en plus irrésistiblement attirée par le repli sur soi, le « soi » pouvant être le village, le département, la nation ou encore d'insaisissables zones monétaires supposées « optimales » ? Quel est ainsi l'avenir des bourses émergentes, soucieuses d'attirer tous les capitaux, y compris les plus volages des capitaux « hirondelles » (définis ainsi suite à leur départ brutal du Mexique dans les années 90) mais incapables d'assurer une transparence minimale, seul ferment de l'indispensable confiance des investisseurs ? Quid de l'abyssal déséquilibre de l'épargne mondiale qui fait que les paysans chinois continuent, sans rechigner, à financer les retraités californiens (au travers des achats massifs de *Treasury Bonds* par la Banque de Chine).

À l'extrême opposé, que sont devenues les structures de financement régionales, comme les SDR en France, dont il est de bon ton de dire du mal alors même qu'elles ont été sacrifiées par le, par ailleurs, génial Bérégovoy sur l'autel du libéralisme financier et qui, pourtant, dans de nombreux cas, préfiguraient ce qu'aurait pu être un véritable « circuit court » du financement ?

Autre registre, même interrogation : que penser du nouvel Euronext qui, s'étant affranchi de la tutelle du NYSE, s'est, dans une bonne humeur toute relative, doté d'un « noyau dur » plutôt équilibré (tant fonctionnellement que géographiquement) mais qui n'a, pour autant, pas encore fait ses preuves en matière de financement par les marchés de toute autre entité – ETI comprises – que les stars du CAC 40 ou assimilées ?

Quand ?

La question posée ici est celle du temps. L'horizon de l'investissement est nécessairement lointain – a fortiori dans les industries *capital intensive* si nécessaires dans toute stratégie de réindustrialisation – alors que la finance, sous le triple coup des progrès technologiques, des innovations financières et des réglementations stupides (des normes comptables aux normes prudentielles en passant par l'absurde obligation de notation), limite son horizon dans le « meilleur » des cas à la nanoseconde. Comment rendre compatible l'horizon des « investisseurs patients » que sont les fonds souverains et le *trading* à haute fréquence qui, a priori, ne constitue pas, malgré son hypermétropie, un déni de financement a priori ? Le défi ne parait pas d'une simplicité aveuglante à relever. Mais le temps est aussi celui de la vie des entreprises. Pourquoi les marchés, comme d'ailleurs les banques, sont-ils incapables de financer en Europe, contrairement aux États-Unis, les entreprises dans leur prime enfance ? L'aversion au risque (et

donc aux plus-values…) est-elle la seule explication de ce phénomène ? Que faire pour sanctionner ce véritable crime de « lèse-innovation » ?

Comment ?

Comment financer l'investissement ? Au seul énoncé de cette question, on croit marcher sur la tête. Car que financer utilement d'autre ? L'importance de l'enjeu devrait, à tout le moins, susciter un minimum de créativité. Et, pourtant, rien de tel. Comment redonner ses lettres de noblesse à la titrisation dont les dérives « subprimesques » ne doivent pas faire oublier les atouts en matière de mutualisation des risques ? Alors même que 1% à peine du financement des PME-ETI provient de la Bourse, comment créer un véritable marché des obligations d'entreprise n'ayant pas individuellement accès au financement désintermédié ? Les absurdes difficultés que rencontre dans ce domaine le projet CFA en France a de quoi faire douter de l'avenir lui-même. Dans un autre registre, que penser des banques coopératives et des assureurs mutualistes – pas tous certes – qui ont oublié que la coopération et le mutualisme se sont créés – et se sont ainsi construits des positions souvent dominantes – sur le financement des investissements que des populations atypiques (sur le plan géographique ou professionnel) n'arrivaient pas à faire souscrire aux institutions financières « classiques » ? Telles sont quelques unes des interrogations lancées à la volée sur le « pourquoi du comment » de la faillite actuelle du financement de l'investissement et donc de l'innovation, en Europe au moins.

Restent maintenant le « pourquoi ? » et le « pour qui ? »

Les deux questions sont intimement liées. Car si le développement extrêmement rapide de la sphère financière ne contribue qu'à développer des activités sans liens directs avec l'investissement, la génération de valeur et la création d'emploi, on est en droit de s'interroger sur l'utilité même de ce mouvement global de financiarisation. Que penser ainsi du « *trading* pour compte propre » développé parfois au-delà de toute mesure et stigmatisé aujourd'hui, parfois sans nuance, par le régulateur ? La question du « pourquoi ?/ « pour qui ? » » revient immédiatement à l'esprit. Est-on aujourd'hui dans une période où la culpabilité vis-à-vis de certains excès récents pousse à « jeter le bébé avec l'eau du bain » ? De même, que penser de la Taxe sur les Transactions Financières qu'un nombre désormais non marginal de pays européens s'apprêtent à mettre en œuvre ? Comment la rendre intelligemment dissuasive et quel emploi faire de son produit ? Quelle est enfin la mission première de la finance de marché si ce n'est de rendre l'investissement plus facile à réaliser

Marché et investissement : peuvent-ils (enfin à nouveau) se marier ? Pour finir de répondre à cette question, quelques remarques conclusives s'imposent d'elles-mêmes. Tout d'abord, les deux mots étant du même genre, masculin en l'occurrence, nous sommes en présence d'un éventuel mariage homosexuel, ce qui ne pose, en soi, aucun problème, mais qui limite les possibilités de procréation naturelle : même si les marchés et l'investissement se marient, cela ne garantit pas pour autant la création d'emplois. Par ailleurs, le caractère des deux époux potentiels est extrêmement différent, voire contradictoire. Les marchés sont séduisants, vifs, volatiles et parfois versatiles alors que l'investissement a besoin, pour s'épanouir, de tranquillité, de prévisibilité et de calme. Comment faire cohabiter des tempéraments aussi opposés ? *That is another question*. Supposons toutefois que ce mariage de l'eau et du feu soit possible, quels sont les récifs sur lesquels une telle union pourrait se briser ? La période du coup de foudre (années 80) et des fiançailles (année 90), sous le regard attendri des parents, régulateurs d'un côté et opérateurs de l'autre, est passée. Le mariage a été prononcé au tournant de ce siècle et c'est donc là, comme toujours, que les ennuis ont commencé. Après quelques années idylliques, le cap fatidique des sept ans de mariage doit aujourd'hui être franchi. Les tentations d'aventures extra-conjugales se sont multipliées et les pulsions échangistes destinées à pimenter la vie de couple se sont intensifiées. Le couple se trouve aujourd'hui à la croisée des chemins. Soit il divorce, avec tous les traumatismes que cela implique pour les enfants ; soit il arrive à trouver enfin la paix et, dans ce cas, l'horizon des noces d'or paraîtra enfin à nouveau accessible.

Il est de notre devoir de tout faire pour que cette deuxième solution prévale. La création d'emploi et la sortie définitive de la crise en dépendent. Cet article comporte 37 questions. Preuve s'il en est que le débat sur l'adaptation de la finance moderne à sa mission séculaire de financement est loin d'être clos. Essayons de répondre à la moitié d'entre elles et l'économie mondiale ne s'en portera que mieux.