

Session 3

Investir dans un monde indéchiffrable

Philippe Trainar

Cercle des Économistes

1. Des indicateurs traditionnels incomplets et difficiles à déchiffrer

Les indicateurs sur la richesse des nations sont de plus en plus insuffisants face à la complexification de la vie économique et à la subtilisation des besoins économiques. Fondée sur le double pilier de la comptabilité d'entreprise et de la comptabilité nationale, notre comptabilité a été bien adaptée tant que les transactions financières se réalisaient à rythme de basse fréquence et que la création de richesses est restée centrée sur le travail de la matière : production de blé, d'aliments, de voitures, d'équipements ménagers et de maisons. Certes, tous ces produits étaient hétérogènes mais, comme l'avaient montré les pères fondateurs de l'économie, on pouvait les agréger grâce au système de prix, un système de prix qui d'une certaine façon restait plus ou moins proportionné à la quantité de matière incorporée dans le produit. Et, comme les transactions étaient espacées, on pouvait en outre avoir l'impression que les valeurs historiques procuraient la meilleure estimation de la valeur actuelle des biens et services.

Aujourd'hui, ces comptabilisations ont totalement perdu de leur pertinence. Les valeurs historiques, confrontées à l'accélération des transactions et à la finance de haute fréquence se sont révélées être des représentations très imprudentes de la valeur. Les comptables ont proposé de les remplacer par les valeurs de marché, pour découvrir finalement que celles-ci sont fondamentalement instables et qu'il est difficile de leur accorder un quelconque crédit au-delà du très court terme. Quant à la comptabilité nationale en volume, elle perçoit l'activité au travers du prisme d'un matérialisme grossier qui rendait déjà très imparfaitement compte de l'économie des services et qui semble totalement incapable de donner une représentation tant soit peu fidèle de l'économie de la connaissance et de l'économie du virtuel issue des nouvelles technologies de l'information. Ainsi ne valorise-t-elle pas les investissements réalisés pour protéger l'économie contre les risques majeurs et pour assurer sa soutenabilité sur le long terme, qui constituent une part essentielle et rapidement croissante de l'activité économique actuelle.

2. Des incertitudes accrues dans un monde plus averse au risque

En même temps, jamais le monde n'a été aussi incertain et jamais il n'a cherché autant de sécurité, en réaction à cette incertitude accrue. Les économies ouvertes en croissance sont nécessairement incertaines : par construction, elles ne savent pas quelles innovations, quels secteurs, quelles compétences vont réussir. Mais, ce monde d'opportunités incertaines a vu le champ de ses incertitudes se multiplier avec la mondialisation, avec l'apparition des nouvelles technologies de l'information, avec la montée du pouvoir des juges et du monde associatif, avec l'explosion des risques géostratégiques induits par la chute du communisme, la montée des fondamentalismes et l'expansion du terrorisme, avec la multiplication des risques environnementaux et avec la crise économique et financière induite par le déplacement de ces plaques tectoniques. L'investissement est devenu plus risqué, notamment parce que le long terme est devenu beaucoup plus incertain. Comme le dit Ulrich Beck, nous sommes entrés dans la « société du risque » qui est bien éloignée des certitudes de l'ancien monde et de son optimisme quelque peu naïf. La réaffirmation du profit et du pouvoir des actionnaires, n'est que la réaction, somme toute légitime, des investisseurs à

l'environnement beaucoup dangereux auquel ils sont confrontés... reste à savoir ce que seront les réactions des autres acteurs, que ces changements ont jusqu'ici tétanisés, comme le montre la perte de pouvoir de négociation des salariés et leurs organisation syndicales. La crise social et crise politique doivent-elles nécessairement suivre la crise économique ? Voici, une incertitude de plus sur l'horizon des investisseurs.

Mais, la réaction la plus générale a été jusqu'à présent d'accroître la demande de sécurité. Les régulateurs demandent plus de capital aux institutions financières, les juges indemnisent plus largement au titre de la responsabilité civile et professionnelle, l'État étend le champ de la protection sociale, les co-contractants demandent des collatéraux... Dans le même temps, elle pratique un super-élitisme en cherchant à concentrer la responsabilité des risques, qui n'ont pas pour autant disparu, sur une toute petite poignée d'acteurs. Les entreprises sont au nombre de ces acteurs. Elles sont priées de garantir l'emploi, de protéger leurs salariés, leurs clients et leurs fournisseurs, d'accepter des missions de service public, de défendre l'environnement etc... Mais, cette assumption de la responsabilité des entreprises, si elle prend des dimensions trop importantes, risque fort de se retourner contre ceux-là même qu'elle vise à protéger. Elle rend en effet l'investissement, tout particulièrement l'investissement long, beaucoup plus incertain, voire dangereux, et incite les investisseurs à privilégier les placements auprès des banques centrales ou dans les dettes souveraines les plus sûres, comme les *Bunde* allemands ou les *bonds* américains. Mais, comment un marché peut-il fonctionner correctement et donner les bonnes incitations si la plupart des acteurs, consommateurs ou producteurs, sont immunisés des conséquences néfastes de leurs décisions ?

3. Quelles réponses de politique économique ?

Dans un monde difficile à déchiffrer, les États doivent d'abord contribuer à sécuriser l'environnement économique dans le cadre duquel est prise la décision d'investir. Ils ont à ce titre une double responsabilité, comme garant à la fois de la stabilité macro-économique, pour laquelle ils ont une compétence exclusive, et d'un partage des macro-risques équilibré et connu d'avance. Les mécanismes de couverture du risque terroriste mis en place en France et aux États-Unis illustrent ce que les États peuvent faire en matière de partage des macro-risques qui outrepassent les capacités du marché. À ce titre, il appartient aussi aux États de veiller d'une part à ne pas imposer, à certains acteurs, des responsabilités qui ne relèvent pas de leur compétence ou de leur raison d'être sociale, d'autre part à ne pas mettre les juges dans la position où ils ne peuvent assurer le respect du droit qu'en déstabilisant l'équilibre des responsabilités qui permet d'optimiser la prise de risque dans la société. Ceci est important pour l'investissement qui s'analyse essentiellement en une prise de risques, micro-économiques et macro-économiques.

La fiscalité doit aussi faire l'objet d'une attention particulière en raison des distorsions qu'elle introduit nécessairement dans l'économie et qui croissent comme le carré des taux marginaux d'imposition. De ce point de vue, on peut s'interroger sur la pertinence de la fiscalité pesant sur les entreprises sachant que les entreprises sont un voile qui masque le fait que, derrière elles, ce sont toujours des personnes et des ménages qui paient l'impôt. De fait, cette fiscalité ne fait qu'introduire de l'opacité dans la répartition de la charge fiscale puisqu'elle se désintéresse délibérément de la façon dont les entreprises vont répercuter cette charge par le biais des salaires, du marché du travail, des prix de vente, des versements de dividendes, des rachats d'actions, etc... Elle introduit donc des risques et incertitudes supplémentaires, qui pèsent naturellement sur l'investissement et que son

instabilité dans le temps ne fait qu'aggraver. La transparence et la responsabilité politique ainsi que l'efficacité économique voudraient donc que l'on taxe aussi peu que possible les entreprises et leurs facteurs de production dès lors que l'administration dispose des moyens suffisants pour contrôler la richesse des ménages.

Faut-il aller jusqu'à subventionner l'investissement ? Probablement pas, car une subvention générale distordrait la combinaison des facteurs de production aux dépens du travail tandis qu'une subvention ciblée n'aurait de sens que si l'administration avait une meilleure connaissance des opportunités d'investissement que les entreprises, ce qui n'est par définition pas le cas.

Dans un monde devenu plus difficile à déchiffrer, la contribution la plus incontestable de l'action publique est donc la transparence et la stabilité, la stabilité macro-économique pour laquelle l'Etat est seul compétent et la stabilité micro-économique, au niveau tant de l'environnement légal que de la fiscalité, le tout associé à une fiscalité et une protection sociale aussi peu « distordantes » que possible. Dans les économies avancées, où le poids des dépenses publiques se situe entre 35 et 55% du PIB, cette transparence et cette stabilité sont essentielles pour réduire les risques et incertitudes de l'investissement, surtout de l'investissement de long terme.