

Note de problématique WT33

“Finance et long terme”

1.La toile de fond philosophique

« A long terme nous sommes tous morts » rappelait, paraît-il, John Maynard Keynes pour mettre en évidence la caractère chimérique de l'attentisme passif d'un équilibre économique promis à long terme et pousser à une politique plus proactive. Paradoxalement, un peu moins d'un siècle plus tard, notre époque est obnubilée par l'immédiateté, au point où le long terme a simplement cessé d'être une perspective réaliste. Aussi, la myopie du court-termisme est en train de nous asphyxier. Le long terme est invoqué dans les discours climato-écologiques, mais uniquement comme une toile de fond d'un discours catastrophiste que la perspective de long terme se doit de crédibiliser.

La prise en compte du long terme, sa préparation est seulement en apparence une question uniquement technique. En effet, derrière l'attitude technique on découvre aisément des références culturelles, philosophiques et aussi religieuses qui concernent le rapport à l'avenir et donc, directement la question des finalités ultimes. Aussi le questionnement sur la prise en compte du long terme soulève au moins trois questions du point de vue philosophique.

La prise en compte du long terme implique un questionnement éthique . Pour certains, en effet, la prise en compte du long terme englobe la question des « fins dernières », celle de la finalité ultime de la vie humaine ou de la vie sur terre. « Sub specie aeternitatis » (dans la perspective de l'éternité) est une injonction morale qui a pris racine en Europe depuis le XVII siècle avec Spinoza. Aussi, dans cette perspective, l'homme doit poser des actes moraux, lesquels lui laissent entrouverte la porte de l'éternité. La prise en compte est donc assumée ici par la qualité des comportements, et non leur conséquences matérielles immédiates.

La prise en compte du long terme au sens matériel suppose une emprise – ou du moins une capacité d'emprise - sur le futur. Cela pose la question de savoir qui a le droit moral de s'occuper, de planifier, de s'approprier en quelque sorte l'avenir lequel – pour les religions monothéistes – appartient à Dieu. Deux attitudes sont envisageables par rapport à cela, l'attitude rationaliste et l'attitude religieuse. Selon la première, la raison permet d'entrevoir l'avenir et de l'influencer par des actions immédiates. Il faut donc agir de manière à obtenir les conséquences que l'on souhaite (dimension morale) à l'avenir donc exercer pleinement l'emprise sur l'avenir. L'autre attitude, est celle de la « sainte imprévoyance » qui caractérise certains chrétiens. Elle exhorte à s'occuper davantage de la qualité morale des actes que de leur conséquences matérielles dans le temps. Dans le « Notre Père » les Chrétiens demandent non pas la sécurité de long terme mais le « pain quotidien » ce qui est repris par la sagesse populaire par le « à chaque jour suffit sa peine ».

La troisième question enfin est celle qui distingue le « long terme », notion abstraite et objective mais sans référent concret de celle de la « durée » qui est à la fois subjective et implique une certaine présence continue, notamment celle des

acteurs. Ainsi, revient la question du sujet : le long terme de qui ? celui de ma personne, de ma lignée, de mon village, de mon pays voire du monde ? En effet, la prise en compte du long terme si elle doit être effective, doit impérativement se référer à un sujet capable d'agir.

2.Le long terme et l'économie de marché

Le marché est par définition un mécanisme d'ajustement instantané, qui n'existe qu'en référence au présent. En tant que tel, le marché n'implique aucune dimension temporelle, ni aucune durée. Le marché est un lieu de transaction, alors que le long terme implique la durée, en particulier la durée des relations. Le marché peut par contre traiter – c'est-à-dire donner un prix – et permettre la cession de contrats ou d'autres engagements ayant un horizon temporel. En d'autres termes, dans une économie de marché, la question de la prise en compte du long terme relève du comportement présent des acteurs publics et privés.

2.1 Les infrastructures et les pouvoirs publics

Dans les pays de l'UE, la grande majorité des infrastructures relève de la gestion publique. Ainsi, ce sont les institutions ou entreprises publiques qui sont chargées de prévoir, de réaliser et parfois d'entretenir les infrastructures dont la durée de vie se compte en décennies. Par des décisions en matière d'infrastructures, les pouvoirs publics ont un impact profondément structurant sur l'espace et le tissu socio-économique. Cet impact est guidé par le pouvoir politique qui choisit, en dernière analyse, les axes de développement appropriés. Il en va ainsi par exemple des décisions en matière d'alimentation des pays en énergie (la durée de vie des centrales nucléaires est de 40 ans), des infrastructures de transport (TGV, aéroports, autoroutiers - une bonne partie du réseau allemand a été créé sous Hilter), du choix du mode de financement des retraites etc...

Les budgets publics modernes tentent de distinguer les dépenses courantes des administrations des dépenses dites d'investissement. Cet effort butte sur des difficultés conceptuelles considérables, et peu de chiffres comparatifs sont accessibles. Quoi qu'il en soit, la part des investissements dans un budget courant excède le volume du déficit. En d'autres termes, dans la plupart des cas, les pouvoirs publics en Europe utilisent les recettes courantes de l'année pour mettre sur pied des infrastructures dont la durée de vie se compte souvent en décennies. Ce faisant, ces gouvernements ont un rôle important et politiquement reconnu, dans la prise en compte des besoins du long terme pour les sociétés qui les élisent.

2.2 Les entreprises

Toute entreprise immobilise des ressources – appelées capital – à moyen terme afin de les utiliser progressivement et ainsi en dériver une rémunération à venir. En théorie donc, le moyen/long terme est la perspective naturelle d'action de l'entreprise. En fonction des secteurs, les durées de vie des investissements peuvent être longs, voire très longs : 20 à 30 ans dans les ressources minières, 20 ans dans l'industrie lourde etc... Il en va de même dans les activités de R&D où le temps nécessaire à ce qu'une idée trouve une application marchande peut impliquer une longue durée. Traditionnellement c'est donc l'entreprise, porteuse de projets, qui parvenait à mobiliser deux sortes de capitaux. D'un côté les capitaux permanents (durablement présents), ceux qui constituent le cœur de l'entreprise et qui, sauf

exception, en sont inséparables ; et les capitaux dits « étrangers », de court ou long terme, qui se lient à l'entreprise pour une période limitée, même si parfois elle est longue.

L'attitude face au long terme des grandes entreprises, celles qui ont porté le développement économique de l'Occident après la Seconde Guerre mondiale est en train de changer de manière fondamentale. En effet, les entreprises cotées en bourse sont aujourd'hui à la fois sujets et objets de l'activité économique. Une tension de plus en plus forte s'installe entre les décisions qu'elles prennent en tant que sujets, et qui toutes impliquent une durée avant de porter leurs fruits, et l'appréciation instantanée qui en est faite de ces décisions et qui s'exprime par les fluctuations des cours en bourse. Cette tendance fait que les conséquences possibles ou prévues à moyen terme d'un acte posé aujourd'hui sont immédiatement actualisées et reçoivent donc un prix, parfois même avant que la décision ne soit prise. Aussi, si l'entreprise – par ces agissements – prend en compte le long terme, cette activité est immédiatement « censurée » par le marché des actions et intégrée au prix. Comme le management de l'entreprise est très sensible au miroir que lui tend le marché, c'est-à-dire au niveau des cours en bourse – on peut s'interroger si, de la part de l'entreprise, la prise en compte du long terme est effective, ou bien seulement factice ; si elle relève d'une véritable implication dans la durée ou de la simple gesticulation servant à obtenir le résultat souhaité dans l'immédiat financier. Avec la financiarisation des économies européennes, on peut argumenter qu'une inversion des temporalités est en train de se produire. L'activité dans le court terme n'est plus au service d'un objectif ou d'une vision du long terme, mais au contraire, le long terme est invoqué pour avoir un impact dans le court terme.

L'évolution dont il est question n'aurait pu avoir lieu sans une modification profonde des modes de croissance des entreprises. En effet, pour des raisons susmentionnées, les entreprises cotées rechignent à s'engager dans tout processus long qui n'offre pas de possibilités de sortie prématurée. Ceci explique la préférence des entreprises à croître non pas par gestation interne (croissance endogène) mais plutôt par la croissance externe qui a lieu par voie d'acquisitions. Aussi, plutôt que de se lancer dans des programmes coûteux de recherche, les grandes entreprises achètent des jeunes pousses (start ups) qui contiennent en quelque sorte l'innovation, le savoir-faire, les équipements ou les personnes qui les intéressent. Il en va de même des PME qui sont la cible prisée lors des exercices de croissance. A l'inverse, les grandes entreprises, telles les constructions de LEGO, se débarrassent aisément de leur composantes, de leur produits, projets ou personnes en les revendant.

En d'autres termes, la prise en compte du long terme par les entreprises relève du paradoxe. Alors que l'horizon des projections et projets ne cesse de s'allonger, les entreprises occidentales s'y lancent tout en rechignant de plus en plus à s'engager dans la durée. Ainsi, durant les dernières années, les entreprises ont accumulé des réserves de liquidité dont elles ne savent que faire : à court de projet d'investissement, elles en restituent une partie aux actionnaires et gardent le reste en anticipation des projets d'acquisition.

2.3 Les systèmes des retraites – un accompagnement sur la durée de vie

Depuis un quart de siècle, l'Europe réforme sa manière d'aborder le financement des retraites. Sans rentrer ici dans le détail technique, la tendance

générale est l'abandon progressif du financement par répartition pour augmenter le rôle du financement par capitalisation. En d'autres termes, les contributions successives que chacun fait au titre de la prévoyance retraite sont capitalisées, par le biais d'investissements financiers. Au terme de la vie professionnelle, chacun reçoit une rente dont le calcul prend en compte aussi bien l'avoir constitué que le niveau des engagements publics.

Les institutions de prévoyance retraite qui travaillent dans la plupart des pays avec une garantie partielle des pouvoirs publics, accompagnent ainsi tout un chacun dans la durée, tout au long de sa vie professionnelle. Il y a donc bel et bien prise en charge par la collectivité – avec délégation partielle aux marchés financiers – de la durée de vie des citoyens contribuables.

Ainsi, nous constatons l'apparition de nouveaux « intermédiaires financiers » dont les dettes sont constituées des prestations à verser au titre des retraites, alors que leurs créances sont faites des obligations publiques et privées ainsi que des actions des grandes entreprises cotées. Des deux côtés d'un tel bilan, il y a prise en compte du long terme, mais cette prise en compte est uniquement financière – elle s'exprime en chiffres et ratios et n'implique que peu d'engagement en termes de contenu dans ce qui fait l'objet des créances. D'une part les moyens de prévision étendent l'horizon temporel de l'économie contemporaine et créent l'illusion d'une grande longévité, mais, de l'autre, aucun des acteurs ne cherche à assumer cette perspective en inscrivant son action dans la durée. Les acteurs sont interchangeable, les mécanismes, eux, sont supposés durables.

3. Long terme saucissonné en instants

Les paragraphes qui précèdent montrent que dans une économie de marché développé, la manière dont les exigences ou contraintes de long terme sont assumées ne relève ni d'une conviction, ni d'une stratégie délibérée d'acteurs identifiables. Elle est la résultante de millions de décisions et projets qui ont certes une portée de moyen ou long terme, mais qui sont initiés avant tout pour leur conséquences et impacts immédiats. Ainsi, bien qu'ex post la trajectoire de beaucoup de réalisations puisse apparaître comme préconçue, tel est rarement le cas ex ante. Il s'agit en effet de trajectoires émergentes, qui se développent et se consolident à chaque moment successif.

La finance moderne est le pivot de cette re-construction, instant après instant, d'un présent qui intègre toute les données disponibles sur l'avenir. En effet, le marché boursier est l'instrument de base qui permet aux acteurs – actionnaires, mais aussi entreprises – d'ajuster leur trajectoire en fonction des opportunités d'achat et de vente qui se présentent lesquelles s'enracine dans des évaluations différentes de l'avenir. De cette manière, chacun peut se dégager, en cédant sa place à un autre, de la contrainte de la durée, c'est-à-dire de celle qui est liée au terme du processus engagé. Toutefois, même si le long terme n'existe que ex post dans l'économie financiarisée, cette dernière repose sur une confiance dans sa propre pérennité. En effet, comment expliquer que le rapport entre les cours des actions et les bénéfices annuels des entreprises concernées, évolue depuis vingt ans, dans une fourchette entre 20 et 30? Il s'agit soit d'un acte de foi, soit d'un manque d'imagination, mais non d'une certitude scientifiquement fondée.

Il y a un secteur qui reste majoritairement hors de portée de la financiarisation, où les acteurs doivent assumer les risques et les responsabilités dans le moyen

terme. Il s'agit d'entreprises non-cotées, des PME qui fournissent plus de la moitié du PIB marchand des pays européens. Dans ces entreprises toutefois, la capacité d'investissement est habituellement limitée et les projets de long terme moins nombreux. Elles dépendent pour une large part des entreprises cotées qui sont soit leurs fournisseurs soit leurs clients les plus importants. Dans les PME, le projet, une fois lancé, doit être poursuivi dans la durée par l'auteur lui-même, à moins d'être abandonné. La possibilité d'une cessation du projet avant qu'il ne soit mené à son terme relève du scénario catastrophe. Certaines parmi les entreprises les plus connues aujourd'hui, ont été à l'origine des PME avec des patrons-proprétaires capables d'imposer à l'ensemble des parties prenantes une vision ou un projet véritablement de long terme mais reposant sur un engagement – une fidélité – sur la durée.

L'économie de marché moderne est très fortement financiarisée. Ce terme désigne une interdépendance très forte qui passe par le dense tissu des créances et des engagements financiers entre acteurs économiques. Aussi, du point de vue de la solidité d'ensemble, la cohérence est indispensable. Cette cohérence est assurée aujourd'hui par la « gestion des risques ». Il s'agit d'un ensemble d'instruments financiers – de contrats – qui permettent au acteurs de se répartir, en fonction de leur intérêts, les types de risques et les échéances en fonction des besoins et des possibilités de chacun. Toutefois, bien que les techniques de diversification aient fait des progrès fantastiques durant les dernières décennies, tout risque n'est pas diversifiable. En particulier, le risque systémique – celui qui décrit la résistance aux chocs de l'ensemble du système financier – n'est pas diversifiable. Il est assumée de deux manières différentes : par les organismes de surveillance et du contrôle prudentiel des banques et par la société dans son ensemble qui sera la première victime en cas de crash.

Paul H. Dembinski – Observatoire de la Finance/Genève

Paul H. Dembinski, Observatoire de la Finance/Genève



<http://creativecommons.org/licenses/by-nd/2.0/fr/deed.fr>