

3ème FORUM PRESAGE

Il s'est tenu à l'auditorium de la Maison du Barreau le 21 mars dernier. Devant un parterre de plus de deux cents invités, Christian de Perthuis et Jean-Pierre Petit ont présenté leur ouvrage intitulé "La finance, autrement", édité par Présage, en partenariat avec les Editions Dalloz. Ont suivi les commentaires de Christian de Boissieu, Jean-Pierre Martel, Jean-Jacques Daigre et Daniel Tricot.

Jean-Pierre Petit (1)

Nous vivons, c'est l'évidence même, dans une économie de bulle. Et la caractéristique de cette économie, c'est que les bulles se créent, s'entretiennent et aboutissent à une survalorisation des actifs. Résultat : la métamorphose du concept d'inflation. L'inflation moderne, c'est l'inflation des actifs financiers, vecteurs de risques croissants.

Il en résulte que chacun essaie de passer le risque à son voisin et, qu'au bout du compte, au bout de la chaîne, c'est le particulier qui en supporte l'essentiel. Il y a d'abord le risque financier du fait même des fluctuations des prix des actifs boursiers ; ensuite, un risque lié à la bonne ou mauvaise pertinence de l'allocation d'actifs.

Cette économie de bulle est née aux Etats-Unis, et a ensuite été "exportée" chez nous. Mais alors que les Américains, bénéficiant d'une forte expansion, s'en accommodent, les Européens ont plus de mal à la supporter, parce qu'ils ne sont pas organisés.

Qu'a fait l'Europe au cours des dernières années ? Elle a surfé sur la bulle boursière, l'inflation de la rémunération des dirigeants, les stocks-options, les valorisations délirantes. De même, les entreprises européennes adoptent sans véritable réflexion les normes IFRS, d'inspiration anglo-saxonne.

La gestion économique et financière sera-t-elle plus aisée dans les années qui viennent ? Ce serait faire fi des multiples chocs qui nous attendent : choc du vieillissement, choc "chinois", choc immobilier, choc prudentiel, et bien d'autres. La finance n'a pas fini de nous poser des problèmes.

Christian de Perthuis (2)

Ce qui doit retenir notre attention, c'est la dissymétrie entre ceux qui sont bien informés (les acteurs financiers) et ceux qui ne comprennent pas grand-chose aux mécanismes de la gestion de l'épargne : les particuliers.

Sur la sophistication des outils utilisés, citons :

- la titrisation, qui permet de sortir des créances du bilan et de les reporter sur le marché ;
- les dérivés de crédit (activité qui, de très loin, se développe le plus rapidement), qui constituent une technique de report de risque ;
- les systèmes de gestion du risque par les modèles internes mis au point par les banques.

Ces techniques, peu d'épargnants en comprennent le véritable ressort. Cela n'est pas sain.

Quels sont les voies et moyens existants pour en sortir ? Prenons l'exemple de ce qui se passe dans le domaine de l'environnement. Avec le marché des permis d'émission, on a inventé un outil de gestion du risque : en donnant une valeur aux réductions d'émissions, on a fait en sorte qu'une externalité environnementale ait finalement un prix (le prix le plus économiquement justifié).

Amartya Sen a raison : en soi, la finance n'est ni bonne ni mauvaise ; la finance, c'est un certain nombre de mécanismes dont l'efficacité dépend de la façon de s'en servir. Ne rêvons pas à un retour à l'époque "pré-financière". L'important, c'est d'édicter et de respecter des règles du jeu, et de veiller à ce que l'information ne reste jamais monopolisée. Ce n'est pas rien !

Christian de Boissieu (3)

Vous dites : la finance "autrement". Ce qui veut dire, selon vous : moins de court terme, plus de raisonnements à long terme. En réalité, la finance rajoute sa dose de myopie, mais elle ne fait que refléter une tendance au raccourcissement de l'horizon de tous les agents.

Vous soulignez ensuite la montée des risques liés à l'économie de bulle. La vérité, c'est que l'on passe d'une bulle à l'autre, le tout sur un fond d'inflation difficilement maîtrisable. Parce que l'inflation d'aujourd'hui, vous l'avez dit, n'est plus l'inflation classique, mais le gonflement des actifs. Samuelson disait que si l'on a deux yeux, c'est pour au moins regarder deux indicateurs. Les banques centrales doivent regarder deux mesures de l'inflation : l'inflation classique et l'inflation des actifs.

Vous parlez aussi de l'Europe et de sa dépendance vis-à-vis des marchés américains. Certes ! Ce qui se joue entre Euronext, Francfort et le London Stock Exchange est directement au cœur de notre sujet, parce que l'enjeu, c'est d'atteindre la taille critique !

Faut-il parler des restructurations bancaires ? Il n'y a pas de vision européenne. En témoignent les hésitations de la Banque d'Italie quant aux offres espagnole et néerlandaise sur deux banques italiennes.

Dernier point : les transferts de risques nés des dérivés de crédits. N'exagérons rien : pour l'instant, les banquiers repassent le risque à leurs collègues, aux compagnies d'assurance et aux "hedge funds". Beaucoup moins vers les particuliers. Peut-être un sujet pour demain...

Un seul regret : vous ne parlez pas assez de la gouvernance, des administrateurs, des comités d'audit, en un mot de toute la problématique "post-Enron". Permettez-moi ce "bémol" par rapport à un accord global sur cet ouvrage, que j'ai beaucoup apprécié.

Jean-Pierre Martel (4)

Première observation, première contradiction : l'économiste parle de libéralisation, le juriste, lui, ressent surtout le poids des réglementations et des contraintes.

Deuxième paradoxe : alors qu'on se félicite du développement de l'épargne, on "récompense" le particulier en renvoyant sur lui, in fine, l'essentiel du risque. Je suis d'accord avec vous sur ce point.

Troisième observation : sans les entreprises, parlerait-on des marchés financiers ? Là aussi, j'ai la sensation d'une contradiction. Les marchés financiers vivent grâce aux entreprises. Or on leur impose mille règles de conduite. Le respect des normes et la publication accélérée des résultats deviennent un véritable carcan.

Il faudrait en fait s'interroger sur tout le remue-ménage du monde financier. Par exemple sur les OPA : sommes-nous vraiment équipés, en France, pour maîtriser ces mouvements ? Là, la préoccupation financière rejoint la préoccupation industrielle. L'Allemagne, on le sait, n'a aucune intention de transposer la directive OPA, et elle tente d'abriter ses entreprises en montant des murailles. En France, nous avons un jeu ouvert. Est-ce normal ?

Nous avons supprimé les barrières réglementaires qui prévalaient durant l'ère "dirigiste" : il eût fallu, corrélativement, se doter de règles du jeu du secteur financier aptes à sauvegarder notre tissu industriel. Libéralisme ne veut pas dire état "sauvage".

Voilà le sujet de réflexion que je propose aux théoriciens de la finance.

Jean-Jacques Daigre (5)

On ne s'étonnera pas que je m'étende quelque peu, en tant que professeur de droit, sur l'aspect "régulation". Actuellement, on assiste à une diversification des "producteurs de normes" : la production de l'AMF est aujourd'hui plus volumineuse que le Code monétaire financier, et les normes édictées par le régulateur sont incroyablement détaillées.

Y-a-t-il quelque référence qui puisse nous indiquer quel est le "bon" niveau de réglementation ? Ce que l'on voit, au niveau de l'Union Européenne, c'est que les directives commencent à tomber "comme à Gravelotte", grâce au processus imaginé par le professeur Lamfalussy, et qu'on désigne sous le beau nom de processus "comitologique", producteur de normes secondaires.

Résultat : à force d'être détaillées, très souvent les normes ne sont pas appliquées. Exemple : la directive d'avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers, qui est en train de provoquer une révolution. Nous vivons, en Europe, sur le principe de concentration : toute vente et tout achat d'actions de sociétés cotées ne pouvait se faire que par le marché, au même prix au même moment. Cette règle n'a plus cours, de sorte que les marchés financiers vont se diviser, s'atomiser, qu'il y aura des micro-marchés un peu partout, à des prix qui seront variables. Pour compenser cela, il a fallu mettre en place une règle totalement artificielle, dite de la "best execution", qui va obliger à une véritable inquisition chez les prestataires.

Pourquoi faire simple quand on peut faire compliqué ?

Daniel Tricot (6)

Vous vous souvenez que pour le retirer de la voracité de son père, Jupiter avait été confié à la nymphe Amalthée, qui, n'étant pas sa mère, l'a nourri grâce au lait d'une chèvre. Un jour, Jupiter a cassé une corne de la chèvre ; pour se racheter, il donna à Amalthée cette corne, avec la faculté de l'emplier de tout ce que le détenteur pourrait souhaiter. C'est ainsi que fut inventée la corne d'abondance. Ne sommes-nous pas dans le sujet ?

Mais pour que cela marche, il faut trois éléments : la paix, la concorde et, finalement, la fortune.

Parlons de la paix. Vous dites, en gros, que le conflit en Irak ne coûte pas cher. Vous dites en outre que le terrorisme a un impact économique limité. Alors, si nous sommes "financièrement" en paix, la Cour de cassation n'a rien dire de plus sur le sujet !

Passons à la concorde. Où est-elle ? Du côté des préoccupations, n'oublions pas le choc du vieillissement, l'émergence de la Chine, les bulles financières qui se succèdent. En regard, vous soulignez le côté positif de la préoccupation environnementale, qui renforce la concorde. Je suis d'accord.

Mais venons-en à la sphère financière stricto sensu. Votre ouvrage s'attache, avec raison, à l'asymétrie d'information. J'irais plus loin : il faut exiger non seulement la fluidité de l'information, mais aussi, de la part du banquier, un devoir de vigilance et un devoir de non-ingérence vis-à-vis de son client. Pour cela, il nous faut des outils, et aussi une philosophie : celle qui consiste à éviter les effets de domination.

C'est ce à quoi veille, entre autres, la Cour de cassation.

- (1) Directeur de la recherche économique chez Exane-BNP Paribas
- (2) Conseiller à la Caisse des Dépôts et Consignations
- (3) Président délégué du Conseil d'analyse économique
- (4) Avocat associé au Cabinet Rambaud-Martel
- (5) Professeur de droit à l'Université Paris I - Panthéon Sorbonne
- (6) Président de la chambre commerciale, économique et financière de la Cour de cassation