

LES CAHIERS DU CENTRE

Numéro 27

- Actualités -

2015
juillet

SOMMAIRE

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions Financières (CPF)

CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Présidents du comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Jean-Pierre MAUREAU

Responsable de la publication

Loriane VIU

l.viu@professionsfinancieres.com

* *
*

EDITORIAL

« Météos perturbées ou changement de climat »

Jean-Pierre MAUREAU, AXOS

Page 1

« Après la pluie, le beau temps ? »

Paul-Henri de La Porte du Theil : AFG.....

Page 3

« Changement climatique et économie bas carbone, La forêt et le bois »

Jean-Yves Henry : ASFFOR.....

Page 4

« Les ETF, instruments d'une gestion intelligente du Bêta ? »

Sylvie Malécot : MILLENIUM

Page 6

« Les taux négatifs et leurs conséquences »

Jean-Jacques Perquel : Groupe Finance.....

Page 10

« Réflexions sur l'immatériel »

Jérôme Julia : Observatoire de l'Immatériel.....

Page 13

ÉDITO

« Météos perturbées ou changement de climat »

Paul-Henri de La Porte du Theil dont la présidence s'est achevée après huit années à la tête de l'AFG et dont chacun a apprécié la détermination et le travail en profondeur pour la défense de l'industrie de la gestion d'actifs, nous autorise à publier le texte de son intervention lors de la dernière AG de l'AFG. C'est un message où nous retrouvons, avec son humour et sa finesse, des encouragements à la vigilance et au travail ; le financement libre de notre économie en dépend.



À quelques mois du colloque « Filière Forêts-Bois et Changement Climatique : Investir pour l'avenir » organisé par l'ASSFOR, le 5 novembre prochain, au CESE, Palais Iéna, et de la tenue à Paris en décembre prochain de la COP 21, Jean-Yves Henry, Secrétaire Permanent de l'ASFFOR, nous rappelle l'importance de la filière bois en France.



Sylvie Malécot, Présidente de MILLENIUM, nous permet de publier le support d'une intervention qu'elle a donnée en avril dernier à l'Académie de Comptabilité sur les ETF, outils d'investissements parés de nombreuses qualités mais dont il faut saisir tous les aspects et les risques.



Jean-Jacques Perquel nous donne un article sur un des sujets les plus prenant de la période : « Les Taux Négatifs et leurs Conséquences ». Il situe la place donnée aux taux négatifs dans les théories économiques et analyse ce qu'ils entraînent comme dérives pour la finance mais aussi leurs incidences pour les entreprises, les investisseurs institutionnels et les épargnants.



À Bercy, le 16 juin dernier, avec la Direction Générale des Entreprises, « l'Observatoire de l'Immatériel » organisait sa 6^{ème} journée nationale sur le thème « Oser l'Immatériel pour se développer », Jérôme Julia, Président de l'Observatoire nous fait partager ses réflexions sur une comptabilité mieux adaptée au développement d'entreprises intégrant des formes de production humaine et numérique de plus en plus diversifiées.

Jean-Pierre MAUREAU
Les Cahiers du Centre
CILT

09 juillet 2015

* * *

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :

www.professionsfinancieres.com

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :

Centre des Professions Financières

20 rue de l'Arcade, 75008 Paris

Contact :

contact@professionsfinancieres.com

Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

* * *

Après la pluie, le beau temps ?

Après des années d'orage, où le déluge de directives restrictives et coercitives venant de Bruxelles le disputait à la pluie de mesures fiscales punitives et finançophobes imaginées à Paris, la météo semble s'améliorer un peu.

De réels coins de ciel bleu apparaissent même parfois, dont on se surprend à rêver qu'ils puissent gagner en surface.

Ainsi en est-il des orientations qui sous-tendent le Livre Vert de la Commission et son projet d'Union des Marchés Capitaux.

L'épargne à long terme finançant de manière désintermédiée les entreprises au travers d'instruments nouveaux ou de techniques réhabilitées, et favorisant de ce fait la progression de l'économie, est l'objet d'attentions nouvelles.

L'épargne retraite, qui est l'un des moyens les plus utiles pour porter sur la durée tous ces investissements, est remise en avant.

En France, les averses ont cessé, mais le niveau de l'eau n'a pas encore commencé à baisser. Néanmoins, de petits signes montrent que les pouvoirs publics ont compris l'importance de l'épargne longue à risque et l'utilité de la gestion financière, au service du financement de l'économie. Avec un tout petit peu d'optimisme, on peut même imaginer qu'ils ont perçu l'intérêt stratégique, en termes de souveraineté financière, d'une industrie de la gestion forte et dynamique.

Si, en France comme en Europe, cet état d'esprit s'installe et prospère, de belles perspectives s'offriront aux sociétés de gestion. Elles sauront, grâce à leur énergie et à leur imagination, mettre sur le marché les solutions créant un pont entre les épargnants et les entreprises, et seront des acteurs et des bénéficiaires de la reprise économique.

Mais ce scénario n'est malheureusement pas le seul. De gros nuages noirs demeurent à l'horizon et la possibilité du retour de la tempête n'est pas à exclure.

L'Europe affirme vouloir passer du punitif à l'incitatif mais les directives ou mesures qu'elle s'apprête à mettre en œuvre, Solvabilité II et Mif 2, pour prendre les plus significatives, renforcent les obstacles mis au développement d'une épargne longue et à risque.

En matière de concurrence, que ce soit avec les pays tiers, entre régulateurs européens ou entre produits financiers de nature différente, le « *Level playing field* » recule plus qu'il n'avance. Il y a pourtant de grands risques à demeurer longtemps dans cette posture quelque peu schizophrène.

Et ceci n'est même pas le plus grave ! Si le projet de Taxe sur les transactions financières à 11 pays voyait le jour sous une forme proche de celle du projet européen initial - assiette large et taux faible - il faudrait faire le deuil des espoirs d'une industrie française de la gestion puissante et conquérante. Au-delà de la gestion, la finance et les émetteurs français seraient lourdement impactés et la Place financière de Paris ne s'en remettrait pas.

Quelles sont les chances de voir le premier scénario l'emporter sur le second ?

Elles sont réelles et importantes tant sont grandes les convergences d'intérêt entre l'Europe et la France pour favoriser à tout prix la reprise de l'investissement et de la croissance, tant sont nécessaires des mesures visant à développer une épargne retraite qui vienne compléter et donc renforcer les systèmes par répartition, et tant sont indispensables, pour réaliser ces objectifs, des acteurs régulés et contrôlés localement, c'est-à-dire des acteurs domestiques.

Parier sur cette victoire, c'est parier que la raison et l'intelligence conduiront les décisions qui seront prises dans les mois à venir.

Le beau temps, sans être certain, devient dès lors probable.

Paul-Henri de La Porte du Theil
Président

* * *

Changement climatique et économie bas carbone, La forêt et le bois

Aujourd'hui le changement climatique est une réalité à laquelle nos sociétés vont devoir s'adapter en s'engageant dans une économie bas carbone. Outre un ensemble de mesures à prendre et à cet égard la 21^{ème} conférence sur le climat (COP 21) qui doit se tenir en décembre prochain à Paris en fixera le cadre, la transformation de notre économie demandera des efforts financiers importants auxquels les investisseurs de long terme s'intéresseront.

Dans ce contexte la filière forêt-bois, qui compense à elle seule près de 20 % des émissions nationales de gaz carbonique, offre un potentiel d'atténuation et, de fait, une formidable opportunité d'investissement dans les nouvelles utilisations du bois.

Le changement climatique, une réalité

Le dernier rapport du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) indique que l'augmentation des températures moyennes à la fin de notre siècle variera selon les scénarii optimiste-pessimiste entre 0,3°C à 1,7°C et 2,6°C à 4,8°C. Ce réchauffement, associé à une baisse des précipitations et à une augmentation de la fréquence des sécheresses et des vagues de chaleur, aura des conséquences sur la croissance voire la survie des arbres.

Les chercheurs et gestionnaires de forêt se sont engagés dans une démarche en trois étapes : connaître et comprendre les effets du changement climatique, définir des objectifs de gestion des forêts, choisir des itinéraires techniques de gestion pour agir. Concrètement certains arbres devront être récoltés et remplacés par d'autres à même de s'adapter au climat de demain.

Le rôle de la forêt et le bois

L'accélération de l'évolution climatique est due aux émissions de gaz à effet de serre générées par les activités humaines. Notre économie va devoir s'orienter vers une consommation moindre de carbone : c'est le sens des orientations prises avec le paquet Énergie-Climat 2030 conclu par le Conseil européen et le projet de loi relatif à la transition énergétique et la croissance verte, ou à prendre avec la COP 21.

Si la forêt et le bois jouent d'ores et déjà un rôle d'atténuation, il est largement possible d'en amplifier les effets : séquestration du carbone atmosphérique par les arbres avec une dynamisation de la gestion forestière, stockage dans les produits à base de bois, substitution à des énergies fossiles ou à des matériaux énergivores.

Des financements innovants pour une économie bas carbone

La filière forêt-bois constitue un secteur économique à fort potentiel - 60 milliards d'euros de chiffre d'affaires et 440 000 personnes employées dans nos territoires - et l'Etat en a fait une filière d'avenir en instituant un « Contrat stratégique de filière ».

Tout d'abord la forêt nécessite des financements nouveaux pour s'adapter. Des voies existent avec, par exemple, la création des groupements forestiers d'investissement, les marchés volontaires du carbone, le fonds stratégique de la forêt et du bois. D'autres voies innovantes de financement pour la gestion forestière restent à imaginer.

De son côté la filière de transformation du bois représente une formidable opportunité d'investissement dans le futur des bioproduits. Outre l'aspect bois énergie, des entreprises innovent dans des matériaux et secteurs de haute technologie - cosmétique, aéronautique, industrie automobile, bâtiments de grande hauteur. Si la Banque publique d'investissement et les divers fonds d'investissement à risque ou de proximité participent au développement de ces entreprises, la hauteur de l'enjeu ouvre un champ d'investigation aux investisseurs de long terme.

Jean-Yves Henry
Secrétaire Permanent de l'ASFFOR

*Colloque ASFFOR-France bois forêt-France bois industries entreprises, 5 novembre 2015
au Palais d'Iéna - CESE :
« Filière Forêts-Bois et Changement Climatique : Investir pour l'avenir »*

* * *

Les ETF, instruments d'une gestion intelligente du Bêta ?

« N'entretiens pas l'espoir de ce qui ne peut être espéré. »
PYTHAGORE

Les ETF, acronyme pour Exchange Traded Funds, sont des fonds indiciels cotés en bourse qui cumulent les avantages des OPCVM - diversification, cadre réglementaire strict - et ceux des actions – simplicité de négociation, liquidité continue, encadrement de la liquidité par des teneurs de marché spécialisés et par une Bourse.

Initialement, les ETF visent à répliquer la performance d'un indice. La liste des classes d'actifs accessibles est large. Aussi, existe-t-il plusieurs centaines, voire milliers d'indices différents :

- ✓ les indices actions, quels que soient le pays ou la zone géographique ;
- ✓ les indices sectoriels, selon une appréciation économique et/ou extra-financière ;
- ✓ les indices obligataires, qui peuvent être globaux, ou segmentés par nature, duration et/ou niveaux de notation ;
- ✓ les indices monétaires, mono et multi-devises ;
- ✓ les indices exposés aux contrats sur matières premières, et même des indices exposés à des marchés immobiliers.

Les ETF ont progressivement supplanté les fonds indiciels chez les investisseurs institutionnels, car ils offrent la possibilité d'une double cotation.

Ainsi, si l'on prend l'exemple des ETF traités chez NYSE-Euronext, les ETFs sont négociables en continu sur les marchés au comptant de NYSE Euronext et peuvent ainsi être achetés/vendus toute la journée pendant les horaires de cotation, en continu de 9h05 à 17h30, ou sur les cours de fixing, à 9h00 en ouverture et à 17h35 en clôture.

Euronext offre la possibilité de choisir différents types d'ordres : ordre à cours limité, au marché, indexé et à déclenchement (seuil ou plage). Tous les ETF listés sur NYSE Euronext Paris sont éligibles au Service de Règlement Différé (SRD) « Long Only » c'est-à-dire sur des positions acheteuses seulement.

Force est de constater le succès grandissant des ETF auprès des investisseurs institutionnels.

1- Les ETF, instruments désormais incontournables de la gestion d'actifs institutionnelle

Le marché européen des ETF a plus que doublé en 5 ans pour atteindre 362 milliards d'euros fin 2014. Certes, les ETF ne représentent encore que 5.5% des actifs gérés en Europe, contre 12% aux Etats-Unis, sur un marché plus mature.

Le succès des fonds indiciels, puis des ETF, s'appuie principalement sur l'une des conclusions de la théorie de Markovitz.

Rappelez-vous, celle-ci stipule que l'espérance de rendement d'un portefeuille est fonction de l'espérance de rendement de son indice de référence, modulo un coefficient Bêta, auquel on ajoute un coefficient Alpha, que les anglo-saxons appellent le « *skill* », le savoir-faire du gérant.

L'une des conclusions majeures de l'application de cette théorie est que, sur le long terme, aucune gestion active ne peut battre un indice.

Pour des raisons de frais de gestion tout d'abord.

Et surtout parce qu'aucun gérant ne peut battre l'indice dans toutes les conditions de marché : certains excellent dans des marchés baissiers, d'autres surperforment dans des situations de *bull markets*. Plus on intègre de composantes de sources de performance – marché, pondération sectorielle, change -, plus l'indice global devient difficile à battre.

Dans un premier temps, on a donc privilégié la gestion active benchmarkée, encouragée par le régulateur, puisque l'AMF exige la référence à un indice dans les documents d'information de tout mandat ou fonds, dédié ou ouvert. Mais, afin de ne pas risquer de sous-performer l'indice de référence par un choix différenciant, les gérants ont naturellement calé peu ou prou la composition de leur portefeuille sur celle de l'indice... avec la quasi-certitude de ne pouvoir battre l'indice durablement, compte-tenu des frais de gestion.

Dès lors que le marché des instruments dérivés devenait suffisamment large et profond, il apparaissait plus simple et moins coûteux pour l'investisseur de se positionner sur des fonds indiciels. On ne fera jamais mieux que l'indice, mais on est certain de ne pas faire moins bien.

Faibles frais de gestion et liquidité apparente sont les deux critères qui ont achevé de rendre séduisants les ETF.

Les coûts réduits rendent les ETF très attractifs pour une gestion de portefeuille optimisée. L'investisseur bénéficie des variations du sous-jacent sans avoir à acheter chacun de ses composants. L'absence de gestion active permet aux ETF d'avoir des frais de gestion annuels réduits.

La liquidité est assurée par les apporteurs de liquidité animant les ETF, qui proposent en permanence une fourchette achat/vente du fixing d'ouverture jusqu'à la clôture. Théoriquement, ce processus garantit également une profondeur adaptée aux ordres les plus élevés.

On peut considérer que la fourchette achat/vente est un bon indicateur de liquidité : plus la fourchette est serrée, plus l'ETF est liquide.

Attention néanmoins à ne pas regarder les critères de frais de gestion et de liquidité en trompe-l'œil.

Certes, les frais de gestion des ETF sont faibles. Mais la performance sera celle de l'indice, ni plus, ni moins. Dans un contexte de marché adverse, aucun mécanisme de stop-loss, d'arbitrage, ne viendra atténuer la contre-performance.

On peut dès lors s'interroger si l'utilisation des ETF par un investisseur de long terme ne doit pas être systématiquement contrariante par rapport aux tendances de marché. Quand tous les investisseurs se positionnent sur une gestion active, parce qu'en recherche d'un différentiel de performance par rapport à leurs concurrents, comme ce fut le cas en début d'année, les flux rendent les marchés haussiers, presque indépendamment du contexte macro-économique. Investir sur des ETF permet dans ce cas de surfer sur la tendance haussière du marché.

A l'inverse, quand les marchés s'infléchissent, alors que les ETF ne peuvent qu'accompagner le mouvement de baisse, le choix d'un gérant actif donnera une approche plus sélective, souvent mieux sécurisée, pour limiter le risque de baisse. Le feuilleton grec de fin juin en est une bonne illustration : si la tendance globale est baissière sur les indices, les valeurs financières sont évidemment attaquées de façon plus forte que d'autres valeurs industrielles. Un gérant actif saura sous-pondérer les valeurs bancaires, quand l'indice subira le poids de leur baisse.

Quant à la liquidité, elle doit être analysée de manière relative.

Le marché européen des ETF est très concentré. Les trois premiers fournisseurs d'ETF représentent les 2/3 des encours : le leader, i-Shares (Blackrock) pèse à lui seul pour 46%, suivi de db-X-trackers (Groupe Deutsche Bank) à 11.8% et Lyxor (Groupe Société Générale) pour 10.5% des parts de marché.

Certes, la liquidité confère aux ETF un rôle essentiel dans l'allocation d'actifs. La capacité de traiter rapidement des volumes importants permet d'agir presque en temps réel à un niveau donné de marché, pour modifier une allocation d'actifs.

Pourtant, la liquidité des ETF n'existe que tant qu'acheteurs et vendeurs sont présents. Dans une phase de crise, on peut craindre une inefficience grave, due à l'absence d'acteurs finaux. On serait alors dans une situation proche de celle du crédit obligataire à l'automne 2008 : il n'y a plus de cotation, et les négociations se tarissent de fait. Si cette situation est peu probable sur des indices très liquides, elle n'est pas exclue sur des marchés plus étroits : indices émergents ou matières premières par exemple.

Se positionner sur un ETF n'affranchit pas du risque d'illiquidité du marché sous-jacent. Bien au contraire, puisqu'on se concentre sur la réplique de l'indice.

Il existe des multitudes d'indices. Certains sont même construits pour répondre aux contraintes spécifiques d'un client : un filtre ISR sur une classe d'actifs donnée par exemple. La liquidité de l'ETF ne sera possible que si l'indice sous-jacent répond lui-même à cinq critères majeurs :

- ✓ **Exhaustivité** : L'indice (ou l'ETF) reflète-t-il avec précision l'ensemble des opportunités d'investissement de l'univers choisi, sous réserve d'un compromis entre la largeur de l'exposition au marché et les qualités d'investissement des valeurs au sein d'un indice.
- ✓ **Règles de construction de l'indice** : Les règles de construction de l'indice sont-elles transparentes, objectives et communiquées au public ?
- ✓ **Données** : Les données relatives à la performance de l'indice sont-elles exactes, complètes et facilement accessibles ?
- ✓ **Perception des investisseurs** : L'indice est-il reconnu et utilisé par un large panel d'investisseurs ?
- ✓ **Rotation du portefeuille et coûts associés** : Quel est le taux de rotation des valeurs au sein de l'indice ? Les coûts de rééquilibrage qui en découlent au sein de l'ETF sont-ils appropriés ? En général, plus la rotation est faible, plus les frais de rééquilibrage du fonds le sont également.

Par ailleurs, l'indice peut subir des déformations importantes, parce qu'une valeur ou un secteur se trouvent survalorisés sur une période donnée : on se souvient des télécoms à la fin des années 90s, ou plus récemment des valeurs pétrolières. De fait, l'investisseur, s'il analyse son indice en transparence, va découvrir des pondérations qu'il n'aurait jamais acceptées dans un mandat de gestion active.

2- Une seconde génération d'ETF, qui s'affranchit de la gestion indicielle pure

La configuration nouvelle des marchés depuis quelques mois, avec un environnement de taux bas, voire négatifs, et une réglementation qui pénalise les actifs risqués, autres que les emprunts obligataires d'Etat, a conduit à l'émergence d'une nouvelle génération d'ETF.

Dans sa perpétuelle quête d'innovation, l'industrie financière fournit régulièrement de nouvelles idées censées révolutionner la gestion d'actifs. Le « Smart Bêta » en est un nouvel exemple : terme marketing référant à une exposition au marché représenté par les indices de capitalisation boursière (Bêta), mais intelligente, donc essayant de générer de la surperformance (Alpha) en s'écartant de ces mêmes indices. De fait, se sont développés depuis deux ans des ETF « Smart Bêta », qui ont vocation à ne pas être strictement corrélés à l'indice. Après la gestion active benchmarkée, donc relativement passive de ces dernières décennies, on crée aujourd'hui la gestion passive active. C'est une nouvelle version de la quadrature du cercle !

Est-ce qu'à vouloir annihiler les reproches faits à la gestion indicielle, on ne risque pas d'anesthésier le potentiel d'une performance strictement indicielle, et par là-même de biaiser l'approche rendement-risque de l'investisseur final ?

Clairement, l'enthousiasme suscité par la seconde génération d'ETF, fonds indiciels « smart bêta » amène à réfléchir. L'expression antinomique n'est pas sans rappeler celle des « monétaires dynamiques », devenus en 2007 monétaires dynamites. Quant aux secondes et troisièmes générations de produits, celles de la titrisation sont encore dans toutes les mémoires.

L'objectif premier des ETF « Smart Bêta » est d'afficher des résultats moins volatils, mais meilleurs que les indices de capitalisation boursière sur le long terme, avec des Bêtas souvent supérieurs dans les phases de hausse à ceux observés dans les phases de baisse. C'est cette asymétrie de l'exposition qui est à l'origine de l'appellation « Smart Bêta ».

Concernant les ETF « Smart Bêta », il est essentiel de comprendre précisément les expositions recherchées par les techniques de gestion utilisées : réduction de la volatilité des portefeuilles, meilleure allocation aux facteurs de risque, capture des primes, etc. et surtout d'intégrer, au moment de l'investissement, le ou les scénarios adverses potentiels.

Ainsi, de manière simple, l'objectif des produits « Min Vol » ou « Minimum Variance » est de minimiser la volatilité du portefeuille en optimisant l'exposition au marché. Mais la terminologie regroupe diverses méthodologies d'optimisation, aboutissant à des résultats fondamentalement divergents, et dont il est important de comprendre les risques inhérents.

Les techniques de « Min Vol » viennent initialement de la gestion active, avec le souci de s'affranchir des benchmarks de capitalisation boursière jugés inefficients :

- ✓ screening des titres les moins volatils et niveau maximum de volatilité défini ex-ante.
- ✓ puis, modèles quantitatifs d'optimisation de variance / covariance -volatilités / corrélations-, appliqués à la sélection fondamentale des gérants.

Dès 2011, les fournisseurs d'ETF ont cherché les méthodes et processus susceptibles d'aboutir à des résultats similaires au travers d'une gestion indicielle : l'optimisation de variance / covariance peut se faire directement sur les valeurs de l'indice de référence ou sur des facteurs de risque, ou même en se focalisant sur des contraintes en valeur absolue et/ou de déviation maximum par rapport aux indices de capitalisation.

Dans tous les cas, il est essentiel de ne pas oublier que les contraintes de rotation du portefeuille sont importantes : or, le besoin accru de rééquilibrer le portefeuille implique des coûts de fonctionnement supérieurs... finalement proches de ceux d'une gestion dédiée institutionnelle active.

3- Conclusions

Que nous soyons en gestion active ou en gestion indicielle, la recherche d'un faible niveau de risque est une constante chez tous les acteurs institutionnels, très clairement incités en ce sens par les évolutions de leurs diverses réglementations.

L'attrait des produits à faible volatilité n'a pas d'autre origine.

Mais c'est peut-être oublier que le risque n'est que le corolaire de l'espérance de rendement. Un produit construit à très bas niveau de risque n'aura, par simple montage technique, qu'une faible perspective de rentabilité.

La nouvelle génération d'ETF, qui vise à générer de l'alpha, nous rappelle sans doute que si, sur le long terme, une gestion active ne peut battre un indice... rien ne remplacera la capacité humaine à s'adapter à des situations changeantes... et que donc, aucun algorithme ne remplacera la capacité d'un gérant à adapter son portefeuille en fonction de nouvelles considérations financières, macro-économiques, géopolitiques et monétaires.

Les ETF restent des instruments incontournables de la gestion d'actifs. Ils permettent un positionnement tactique à des niveaux de marché donné ; ils sont un moyen simple et standard d'acheter un marché que l'on ne connaît pas. Ils ne représentent dans les portefeuilles institutionnels que 12% des actifs aux Etats-Unis, et 5.5% en Europe, preuve qu'ils sont des produits d'ajustement tactique.

Pour l'allocation stratégique, les institutionnels privilégieront toujours une gestion d'actifs active, ce qui, ne l'oublions pas, n'a rien à voir avec une grande fréquence de rotation du portefeuille. Cette gestion active traduit les deux lignes directrices qui commandent une gestion institutionnelle aujourd'hui : les enjeux et contraintes qui s'imposent sur les passifs, et l'horizon de gestion, qui doit piloter des comportements d'investisseurs de long terme.

Achévé de rédiger le 6 mars 2015

Actualisé le 28 juin 2015

Sylvie MALECOT

Président de Millenium – Actuariat & Conseil

Membre du Club des Investisseurs de Long Terme du Centre des Professions Financières

* * *

Les taux négatifs et leurs conséquences

A l'origine de la finance moderne les « Templiers » et les « Goldsmiths » anglais étaient détenteurs des réserves d'Or et d'Argent des Gouvernements et se faisaient rémunérer pour ce service. Ce sont des cas typiques de taux d'intérêt négatifs puisque ces métaux étaient au Moyen-Age les formes normales de la monnaie. Par contre dès que ceux-ci utilisaient les fonds déposés chez eux pour aider au rachat de prisonniers ou faire des « prêts à la grande aventure », ils se faisaient rémunérer à un taux positif et croissant en fonction de la durée et du risque. Or à l'heure actuelle les taux des emprunts sont pour les monnaies « fortes » de plus en plus négatifs. On donne à cela une explication simpliste : on a émis beaucoup d'argent grâce aux « Quantitative Easings Q.E.s » américains, leurs équivalents Anglais et Japonais et maintenant la Banque Centrale européenne B.C.E. les imite avec une grande prudence (seulement 60 milliards par mois). En fait, il faudrait retourner l'analyse en tenant compte de l'exemple historique des monnaies métalliques : il n'y a pas assez de dynamisme dans les pays à monnaies fortes pour utiliser à bon escient les fonds qui ont été « inventés ». Mais ce raisonnement est un peu limité. Il faut aller plus loin et voir pourquoi les fonds ne trouvent pas de débouchés rentables qui justifient des taux positifs. Pour cela, il nous faut analyser les dérives financières qui tentent de rendre inefficace la politique neo-keynésienne actuelle, les conséquences économiques des décisions de Banques centrales qui entraînent l'existence de taux négatifs et les efforts pour ranimer la confiance, seule solution à un retour à une situation « normale », c'est-à-dire où des taux positifs et hiérarchisés assurent un développement durable.

I. Les dérives de la Finance

Elles sont de deux styles : la déformation des innovations financières et les politiques anormales des détenteurs des fonds.

A) Dans le premier cas on trouve la mutation d'innovations financières utiles mais que l'on transforme en outils de pure spéculation. Prenons deux exemples :

- Les « Credit Default Swaps C.D.S. », moyens remarquables d'assurance contre les défaillances en matière obligataire, ont été utilisés pour protéger la détention d'obligations souveraines. Mais ils sont devenus des extraordinaires outils pour spéculer, déséquilibrer des entreprises et surtout attaquer les Monnaies faibles. Les « Exchange Traded Funds » ont été à l'origine un moyen de premier ordre pour permettre au public d'acheter à faible frais un bloc de titres représentés par leur « indice ». Malheureusement le jeu de la concurrence a incité les émetteurs à trouver des types d'E.T.F. beaucoup plus sophistiqués appelés « Smart alpha ». L'on inclut dans les portefeuilles de ces titres des produits dérivés pour en bonifier les résultats. Mais on prend le risque de se retrouver avec des masses de « reproductions de titres » qui pourraient dépasser les montants émis par les entreprises créant ainsi des « corners » difficiles à « éponger ». Cela risque de faire subir aux investisseurs de pertes importantes.

- Mais il y a pire, on place dans le public des « Contracts For Difference C.F.D. ». Ceux-ci permettent d'intervenir en Bourse, sur les marchés des matières premières et celui des changes avec un important coefficient multiplicateur ce qui n'a aucun intérêt économique.

B) Les dérives dues au manque de « confiance » des détenteurs de fonds. Ceux-ci sont souvent traumatisés par les pertes qu'ils ont pu subir au début d'une crise et le retour à meilleure fortune peut les pousser à rechercher, au fur et à mesure que leur trésorerie s'améliore, des usages de leurs fonds sans utilité économique. Ainsi se développe le « Carry Trade » forme moderne de la spéculation internationale à court terme. Les opérateurs d'un pays recherchent au jour le jour des placements internationaux à taux plus élevés que ceux de leur pays, en espérant ainsi faire un bénéfice sur l'écart de taux et sur la hausse de la monnaie achetée. Parmi les opérations inutiles, il faut inclure celles des rachats d'entreprise dont le seul

but est une augmentation de la taille de l'acquéreur et pire encore les achats « à n'importe quel prix » d'œuvres d'art (quelquefois discutables).

En conclusion, on peut dire que la réussite des Q.E.s dépend du degré de confiance des utilisateurs de monnaie. Ainsi, il semble que les deux premiers Q.E américains aient été essentiellement gâchés dans les trois types de politique malsaine envisagées, seul le troisième Q.E. a permis le démarrage que l'on constate actuellement. Aussi, pour approfondir le problème il nous faut envisager brièvement l'analyse économique qui sous-tend l'existence de taux négatifs.

II. Retour à la théorie économique

On peut envisager deux types d'analyses :

a) Une première approche est volontariste. Imaginée par Silvio Gesell, « commerçant Allemand prospère installé à Buenos –Aires » et popularisée par John Maynard Keynes, la théorie des taux négatifs (ou monnaie fondante) consiste à faire perdre chaque année un certain montant, pénalité contre la détention d'espèces ou de dépôts liquides. Parmi les idées envisagées au « Fonds Monétaire International F.M.I. » existe la proposition de créer un taux négatif de 5 % sur les dépôts à court terme pour inciter les détenteurs de fonds à les utiliser (si possible dans un but économiquement utile). Ce n'est pas tellement théorique puisque toutes les monnaies locales utilisent cette notion en prélevant tous les ans, en général, 2 % de la valeur de leur monnaie. Le but est double : inciter les habitants d'une ville à acheter de cette façon des produits vendus par les commerçants locaux (en accordant un léger avantage aux utilisateurs de cette monnaie) et les pousser à ne pas la thésauriser. C'est dans cet esprit que les Suisses pendant une courte période ont pratiqué une politique de taux négatif.

b) La situation actuelle est différente. Les taux négatifs en Zone Euro sont la conséquence de la politique volontariste de la Banque Centrale, politique inspirée des réalisations neo-keynésiennes américaine, anglaise et japonaise, car la situation de la Zone est marquée par un triple problème :

- le manque de « confiance » qui incite le public à ne pas investir
- la ponction monétaire de l'Allemagne grâce à sa balance commerciale excédentaire à l'égard de l'Europe (un peu corrigé par le « trou de target 2 » que l'on évalue actuellement à 400 milliards d'Euros)
- et le double système Bâle III-Solvency 2 qui réduit considérablement les possibilités de création monétaire des Institutionnels.

En conclusion, on constate que ces taux négatifs sont condamnés à durer longtemps, même s'ils remontent un peu, du moins tant que le public n'aura pas repris assez confiance et créé une reprise suffisamment forte. Prenons l'exemple de l'immobilier français. Le taux à 30 ans pour le public est aux environs de 3 % mais, du fait de la « crise », les prix des appartements ont tendance à baisser. Le public a le choix entre profiter de taux exceptionnels et le risque de perte sur le capital investi. Si, sous l'influence d'achats étrangers par exemple, les prix remontent, le public se bousculera pour investir, les prix et les taux remonteront : la « crise immobilière » commencera à se résorber. Mais les taux resteront négatifs tant que le public n'est pas convaincu de la « qualité » de la reprise, aussi un problème reste posé : celui de la gestion des institutionnels.

III. Le problème posé aux Institutionnels

Un exemple historique peut expliquer le problème. En 1980 et 1981, Paul Volcker à la tête de la Federal Reserve (F.E.D.) a monté le taux à court terme à 21 % et 18 % et cassé ainsi l'inflation issue de la deuxième crise pétrolière. Comme le taux d'usure dans l'Etat de New York (et sans doute dans d'autres états) était de 14 %, les « Saving & Loans (S&L) » ont rencontré de terribles difficultés. Ceux qui ont accepté de perdre de l'argent et de voir diminuer leur Capital ont parfaitement survécu, ceux qui ont voulu trouver des

solutions par des opérations spéculatives ont fait des pertes beaucoup plus importantes. Ainsi lorsque l'écart de taux entre prêteurs (les clients des S&L) et emprunteurs sur le marché (les S&L) est négatif cela est dramatique si cette anomalie dure longtemps.

Dans le cas des taux négatifs, la situation est à peu près semblable pour les institutionnels. Leur rentabilité est, en plus, dégradée par les obligations Bâle-Solvency de détenir un certain montant de titres publics à rentabilité négative pour leurs emplois à court terme, à peine positive si l'on achète des titres du Trésor à échéance longue. En outre ces titres subiront des décotes très importantes dès que les taux remonteront. Aussi, outre l'obligation pour les institutionnels d'acheter des obligations publiques plus ou moins longues, ceux-ci sont tentés par des achats d'« Obligations Corporate » à taux d'autant plus élevés qu'on se rapproche des titres « high yield » (Junk Bonds). Bien entendu, il est aussi possible de rechercher des « dérivés » comme les « repos » les « swaps » etc, dont le risque croît avec la rentabilité.

Mais les taux négatifs ont un autre inconvénient : ils déséquilibrent les gestions de portefeuille. En effet le meilleur mode de calcul d'une valeur mobilière est la valeur escomptée au taux d'intérêt du marché des bénéfices prévisionnels d'une société. Or si le taux est négatif comment peut s'effectuer cette évaluation ?

Conclusion

On voit ainsi :

- 1) qu'il faut faire une distinction importante entre des taux négatifs forts pour faire face à une crise majeure surtout à son début et des taux négatifs voisins de Zero imposés par des politiques Neo-Keynésiennes, taux qui sont alors subis et que l'on espère voir durer peu de temps.
- 2) que les victimes sont essentiellement les institutionnels et bien entendu leurs mandants
- 3) que l'avantage économique, pour l'ensemble d'une nation, n'existe que si le public a « confiance » dans l'avenir. Alors la politique neo-keynésienne de création monétaire permet à terme une amélioration de la « demande ». Mais pour que cette demande profite à l'économie et à l'emploi il faut que le pays soit capable de faire face à cette nouvelle « demande » si non elle va entraîner une détérioration de la Balance des comptes.

Ainsi l'existence de taux négatifs, corollaire possible d'une politique neo-keynesienne, présente de nombreux dangers, mais dans le contexte d'une crise de longue durée comme celle que nous traversons c'est un risque qu'il faut avoir le courage d'accepter en espérant qu'il s'agit d'une situation qui ne doit pas perdurer.

Jean-Jacques Perquel

8 juin 2015

* * *

« Réflexions sur l'immatériel »

Q. : Le 16 juin dernier, à Bercy, en partenariat avec la [Direction Générale des Entreprises](#), l'[Observatoire de l'Immatériel](#) que vous présidez a tenu sa 6^{ème} journée nationale de réflexions sur l'immatériel, vous avez voulu l'intituler « *Oser l'immatériel pour se développer* ».

R. : L'immatériel introduit une nouvelle pensée du développement et j'aimerais partager avec vous **sept réflexions personnelles sur l'immatériel**, presque un acte de foi, en empruntant aux sciences humaines et faisant quelques détours du côté de la philosophie. « *On ne résout pas un problème avec les modes de pensée qui l'ont engendré* » disait Albert Einstein. Pour bien appréhender l'immatériel, il nous faudra inventer une discipline entre sciences dures et sciences molles (ou douces).

Dans ces propos, j'adopterais aussi une **définition extensive et aspirationnelle de l'immatériel**. Au-delà des acceptions techniques et comptables plus classiques, et pour paraphraser le petit Prince d'Antoine de Saint Exupéry, je définirais l'immatériel comme étant : « *l'essentiel, invisible pour les yeux, et qu'on ne voit bien qu'avec le cœur* ».

Une définition large et issue de l'expérience empirique, des sciences humaines dans la boîte à outils, nous voilà parés pour aborder les révolutions de l'immatériel, et mettre en perspective les différents thèmes abordés.

Q. : Le numérique n'accélère-t-il pas le processus ?

R. : Le numérique rend nécessaire une nouvelle forme d'intelligence. Nous vivons tous une profusion de messages et d'informations, qui met au défi nos fonctions cognitives. Selon Michel Serres, le héros de notre civilisation numérique se nomme Saint Denis, dont Jacques de Voragine dans sa *Légende dorée*, raconte le supplice. Décapité par un centurion romain venu l'arrêter à l'époque ses persécutions subies par les premiers chrétiens, l'évêque de Lutèce resta debout, se pencha vers le sol, pris sa tête entre ses mains pour la transporter en haut de la butte Montmartre.

Ce miracle se reproduit aujourd'hui. Avec notre ordinateur posé sur la table, ou notre smartphone entre nos mains, armés d'une mémoire colossale, et nous donnant accès au monde, nous voilà nous aussi décapités. Notre tête roule devant nous et nous la tenons entre nos mains. Montaigne déclarait qu'il préférerait une tête bien faite à une tête bien pleine. Avant l'appareillage numérique, l'invention de l'écriture avait déjà objectivé la mémoire, l'histoire, la connaissance.

Question : que reste-t-il sur nos cous ? Que reste-t-il dans notre tête alors que nos trois facultés, mémoire, imagination, et raison sont descendues dans la machine, posée devant nous sur la table ? Restent désormais, au-dessus du cou coupé, l'intelligence, l'intuition, la capacité d'invention. Michel Serres écrit : « *Nous voici condamnés à devenir intelligents, aussi intelligents que le monde des choses, que l'évolution vitale, qu'Archimède émergeant de son bain, qu'une mère en travail de gésine...* ». L'appréhension des forces immatérielles introduit une révolution dans l'innovation : un voyage dans les technologies du futur (les nanotechnologies, les objets connectés, l'impression 3D, l'intelligence artificielle...) nous montrerait que l'accélération du progrès technique rend nécessaire la révélation et l'activation des immatériels, la compréhension et la gestion de leurs systèmes.

Il faut Penser les interstices du monde et l'inattendu permet d'inventer. Le but est-il plus important que le chemin ? Qu'est-ce qui est le plus important dans un processus, son résultat produit (l'output), ou bien les bénéfices glanés au passage, parfois involontaires mais bien réels (l'outcome) ? A force s'assigner et déterminer les choses et les hommes, n'avons-nous pas asséché les activités humaines ?

« *Je commence n'importe où et cela se développe comme du lierre* » disait le génial dessinateur Hergé. Comme vous le savez sans doute, la sérendipité est le fait de réaliser une [découverte scientifique](#) ou une [invention technique](#) de façon inattendue à la suite d'un concours de circonstances fortuit et très souvent dans le cadre d'une recherche concernant un autre sujet.

La sérendipité est le fait de « trouver autre chose que ce que l'on cherchait », comme [Christophe Colomb](#) cherchant la route de l'Ouest vers les Indes, et découvrant un continent inconnu des Européens.

Boucicaut, héros du Bonheur des Dames et fondateur du Bon Marché, avait au début classé les produits en vente de manière la mieux ordonnée, donc la plus commode pour les chalands qui s'y retrouvaient sans peine. Mais au bout de quelques semaines, le chiffre d'affaires plafonna. Le commerçant bouleversa alors ses rayons, de sorte que la ménagère en quête de poireaux, bifurquant, tombait sur les parfums ou les chaussures et en achetaient. Dans les grands magasins désormais, le labyrinthe se mêle à l'ordre.

Acceptons le cheminement sans plan, inverse de ce que l'on appelle méthode ou processus, la chasse au hasard qui fait que l'on rencontre ce que l'on ne quête pas. Si quelque inventeur trouvait ce qu'il cherchait, il l'aurait déjà trouvé, puisque c'est cela, justement qu'il cherchait. Aucune méthode n'a jamais ouvert à quelque invention. Au contraire, être conscient de ses forces immatérielles, sans pour autant les mettre en équation, permet la prise de risque, les bifurcations parfois pleines d'une information inattendue entre poireaux et chaussures, entre la pomme qui tombe et l'attraction universelle.

Mesdames et Messieurs, avez-vous pensé à construire vos entreprises, à écrire vos histoires en suivant le lierre d'Hergé ? Expérimentez et apprenez sur le terrain, en pariant sur vos forces. Votre volonté dessinera un réseau de branches, vos essais seront des coups de théâtre qui étonneront vos clients et désarçonneront vos concurrents.

L'espace de la pensée se situe entre. Entre les voies, les arrêts, les obstacles, les murs qui structurent notre quotidien. Entre, là où se déniche et se qualifie l'immatériel.

Q. : Pour de nombreuses entreprises un changement fondamental d'organisation n'est-il pas nécessaire ?

R. : L'immatériel redéfinit la stratégie. Comment aujourd'hui construire son plan stratégique sans avoir fait l'inventaire de ses actifs immatériels ? Comment décider d'allouer ses ressources, d'internaliser ou d'externaliser sans maîtriser son véritable cœur de métier, son champ de légitimité et d'incomparabilité ? L'entreprise est une topologie munie d'une énergie. Une topologie d'actifs et une énergie de flux qui font tourner ces actifs. Toute stratégie, tout programme d'action évalue et planifie des transferts et des flux dans un espace-temps défini.

Considérer l'immatériel ouvre les finalités. Un piano a des finalités restreintes, une entreprise, quant à elle, a potentiellement des finalités élargies et généralisées.

Pouvons-nous penser le possible comme capital ? Pouvons-nous penser le possible comme une carrière, une mine exploitable, un stock dormant ?

Nous puissions autrefois, et nous continuons à le faire, dans toutes sortes de forces froides, humaines, animales, mécaniques. Nous avons exploité ensuite toutes sortes d'énergies, fossiles ou renouvelables. Les capitaux de la révolution industrielle dormaient dans les banques, or, argent, papier-monnaie, mais aussi dans le pétrole, le charbon, les carrières d'uranium, ...

Dans quels capitaux puiserons-nous demain ? Le code génétique, les cellules souches, le big data et les banques de données ? Ou un capital de virtualités, de signes, de sens ?

Dans un monde où Mendeleïev a construit son tableau périodique des éléments, où les biochimistes dictent le code génétique, où les informaticiens parlent megabits, pixels, numération binaire, nous devons construire un nouveau code pour appréhender notre capital, virtuel et invisible certes, mais producteur de réel, de figures, d'émotions et d'inventions.

Naguère nous pensions nos ressources pleines de possibles. Nous pensons désormais les possibles remplis de ressources.

Avoir les pieds sur terre, désormais, n'équivaut plus à gérer le capital matériel et financier, à se courber sur un réel étroit, fini, univalent, que nous destinons de plus à la destruction. Avoir les pieds sur terre, c'est prêter attention au capital immatériel, lever la tête vers les nuages des possibles, penser et agir.

Le travail invisible et la productivité cachée sont de nouvelles lunettes pour le dirigeant. Si le capital immatériel représente entre 60 et 70 % de la valeur des entreprises, alors le travail crée une sorte de flux vital pour « faire tourner » ce capital. Le travail se décompose en deux éléments : d'un côté l'accomplissement d'une tâche standard, potentiellement automatisable, qui s'appuie sur des actifs matériels et financiers comparables d'un acteur économique à l'autre ; d'un autre côté, l'activation d'un ou

plusieurs immatériels (savoir-faire, actif relationnel, organisation...), éminemment distinctifs et spécifiques à l'entreprise dans sa singularité fondamentale.

De nos jours, l'invisibilité relative du travail tient à ce qui tend à disparaître derrière son objet, son résultat, sa production matérielle ou financière. Par conséquent, la transformation proposée est un passage d'une objectivation (soumission à l'objet) du travail, à une subjectivation (soumission au sujet) du travail.

D'une époque où travailler consistait à faire tourner les actifs matériels et financiers, nous passons à une nouvelle ère où travailler, c'est avant tout faire vivre, développer et renouveler ses actifs immatériels. Le travail n'est plus un moyen de production comme les autres, c'est le flux vital pour assurer la pérennité de l'entreprise.

Depuis Taylor et Ford, la division des tâches a joué contre l'agrégation et la mise en cohérence entre travail objectif et subjectif. Le travailleur doit souvent réaliser ses objectifs assignés, sans prêter attention au tour de main unique qu'il développe, à la qualité des relations avec ses équipiers ou ses fournisseurs, à son adéquation à la culture de l'entreprise. S'il est difficile d'accéder au travail réel, cela reste une solution de facilité que de considérer uniquement le travail rendu visible sous forme de performance. La productivité totale est constituée d'une productivité des moyens de production matériels et financiers, à laquelle s'additionne un rendement des facteurs de production immatériels.

Q. : Quelle place et quel rôle l'homme, le travailleur peut-il occuper dans ce nouveau système ?

R. : La gouvernance immatérielle est une révolution. Rendre visible c'est aussi rompre l'anonymat du talent et du mérite. C'est considérer l'individu comme porteur d'un talent spécifique, savoir gérer à la fois l'individualité et le collectif, la solitude et la solidarité. Rendre visible l'invisible, reconnaître ce qui était resté anonyme jusqu'à présent, faire une place aux pirates dans l'économie légale, c'est repenser la gouvernance.

Nous n'avons jamais cessé de cristalliser les flux, de transformer une foule éparse en institutions, de capitaliser, de transformer la cueillette en champs de blé, la chasse en basse-cour, la rivière en barrages, le ciment et le sable en murailles, les jeux d'enfant en classes rangées, l'amour en mariage. Chaque individu existe désormais comme flux parmi les flux, alors qu'il vivait enfermé dans des boîtes de signes ou de choses. Jadis un député ou un ministre inaugurait des bâtiments. Dans le futur, il y aura principalement des actifs immatériels à inaugurer et faire vivre, sans député ni ministre.

L'invisibilité est le problème des démocraties d'aujourd'hui. Invisibilité des possibles, des forces immatérielles bien présentes ou latentes, invisibilité des enjeux, ... autant d'inconnues que les institutions démocratiques, préoccupées par l'immédiat, ne sont structurellement pas adaptées pour prendre en compte. Serge Moscovici, psychologue social et pionnier de la pensée écologique (1925-2014) écrit : *« Nous vivons comme dans un monde de verre, redoutant le moindre choc qui le ferait voler en éclat, comme un lézard à l'abri d'une feuille qui tremble. Nous croyons aussi qu'à défaut d'être le meilleur des mondes, c'est à tout le moins le seul monde possible »*. Aujourd'hui, ce monde de verre se fissure. Mais ces fissures peuvent être autant de bonnes nouvelles pour changer nos modes de pensée, évacuer nos idées reçues, comprendre ce monde qui émerge aux interstices.

Je fais le constat que l'immatériel porte en germe une révolution de gouvernance, en considérant l'individu comme contributeur et porteur d'une part de la singularité du groupe, et non comme l'exécutant d'une tâche décidée par un supérieur hiérarchique.

Qui dit actif, dit passif immatériel, également à l'échelle des nations. Et l'exemple de la Grèce dans l'UE nous le montre, il nous faudra penser la transition et l'équilibre entre la dette financière, et la dette immatérielle.

L'immatériel est une énergie renouvelable dans le moteur.

A propos de croissance durable, et à la veille de COP21, souvenons-nous de la boutade de Kenneth Boulding, économiste américain, pacifiste et mystique, en 1930 : *« Celui qui pense la croissance infinie dans un monde fini est soit un fou, soit un économiste »*.

Quelle définition a priori de la création de richesse retenir ? La destruction de la forêt amazonienne fait progresser le PIB mondial mais elle appauvrit le patrimoine naturel et contribue au réchauffement. Les accidents de voitures entraînent l'achat de nouveaux véhicules et la réfection des routes, donc sont comptabilisés dans le PIB. A l'inverse, les multiples activités bénévoles ou encore le travail domestique représentent des volumes énormes, largement ignorés dans le PIB.

Comment faire dans un monde en croissance faible et en inflation très faible ? Va-t-on vers « l'économie de cendrillon », comme l'appelle l'économiste britannique Tim Jackson dans son rapport *Prospérité sans croissance* (2009), pour sa modestie et sa promesse de bonheur ? Tim Jackson stigmatise les consommateurs que nous sommes, fabriqués pour que le système survive : « nous sommes encouragés à dépenser de l'argent que nous n'avons pas, pour acheter des choses dont nous n'avons pas besoin et créer des impressions qui ne dureront pas, sur des gens qui ne nous importent pas ».

Même si elles œuvrent de concert, la pensée de l'immatériel présente selon moi un avantage décisif sur la pensée écologique. Au lieu de présenter une vision inspirante et excitante du changement, les approches idéologiques classiques se focalisent sur ce qu'il ne faut pas faire. Penser l'immatériel, et malgré l'étymologie du mot, c'est voir la société et les acteurs économiques « en plein » et non « en creux ». C'est une voie entièrement nouvelle, une voie d'espoir et de responsabilité, et non pas une critique par analogies ou une culpabilité rétrospective. Nous ne devons pas décroître ou restreindre notre présence sur cette terre. Nous devons mieux exploiter et faire vivre ce que nous produisons de mieux : les savoir-faire, le lien entre les humains, l'art, la démocratie ... Il ne s'agit pas d'être moins mauvais, il s'agit de donner le meilleur de soi-même.

Les actifs immatériels sont des sources d'énergie renouvelable à partir du moment où ils ne s'usent que lorsqu'on ne s'en sert pas. Faire usage d'un actif, c'est lui conférer une puissance, une résilience, un effet plus important et pérenne. Le temps déprécie le potentiel d'un actif que lorsque ce dernier reste sur étagère sans investissement, sans communication et sans utilisation.

L'immatériel propose une sorte de nouvelle écologie positive, une nouvelle appréhension de nos conditions d'existence, une grille de lecture de notre maison et son écosystème. L'immatériel permet de saisir l'incroyable diversité des productions humaines, à l'instar de celle des plantes et animaux. Explorer l'immatériel des organisations, c'est croire que l'homme est bon et travailleur, c'est croire en la liberté.

Plus généralement, l'immatériel permet une nouvelle vision du monde. Le caractère déterministe des sciences décroît. Depuis Copernic et Galilée, la courbe des sciences avait suivi une pente ascendante vers plus de certitude. Au cours du 20^{ième} siècle, la relativité générale d'Einstein, le principe d'incertitude de Heisenberg en physique quantique, la théorie du chaos, ... nous ont donné une vision bien plus indéterminée du monde. Nous passons d'une civilisation fondée sur l'avoir et le matérialisme à une civilisation fondée sur l'être, la quête de sens et la spiritualité. Nous sortons progressivement d'un usage systématique du déterminisme, c'est-à-dire l'idée que tout ce que nous voyons ou que nous pourrions voir autour de nous a une cause physiquement explicable. Nous sortons d'une vision du monde forgée par les découvertes d'une science rationaliste, réductionniste et déterministe.

Jean Staune (in *Les Clés du Futur*, ed. Plon, mai 2015) écrit ainsi : « Ces fondations solides sur lesquelles s'appuie toute la modernité, fondations bâties et vérifiées au cours des cinq derniers siècles, cette vision qui s'est développée dans tous les grands domaines scientifiques s'est déjà écroulée ».

Tout dépend de notre vision du monde. Combien de fois les Grecs ont découvert que le contrat de travail entre hommes libres était plus performant que l'esclavage ? Des milliers. Chaque fois qu'ils affranchissaient un esclave, ils constataient qu'il était plus performant dans la même fonction, maintenant qu'il travaillait pour un salaire. Ont-ils pour autant aboli l'esclavage ? Non ! En 800 ans de civilisation, ils ne l'ont pas fait. Pourquoi ? Parce que leur vision du monde n'a pas évolué. Et la vision du monde est première. C'est un facteur clé qui, dans une société, l'emporte même sur l'évidence.

Voilà ce qui permet d'affirmer que nous devons faire évoluer notre vision du monde pour inventer et mettre en place un nouveau modèle où la ressource principale est désormais l'immatériel. L'immatériel introduit et rend donc possible de multiples révolutions : révolutions de l'intelligence, de la gouvernance, du travail, du bien public, de l'intérêt général, de l'écologie...

Mais les théories qui bouleversent les visions du monde connaissent toutes le même processus : d'abord elles sont ignorées, violemment refusées, ou ridiculisées, puis on se familiarise avec elles et on finit par les accepter comme étant devenues la norme, une réalité. L'économie et notre manière d'appréhender les entreprises et la création de valeur ressemblent souvent à une promenade les yeux fermés dans les rues de la ville à une heure de pointe. Si nous ne prêtons pas attention à l'immatériel, comme à la nature, ils deviendront des obstacles voire des ennemis pour l'homme.

Sans prophétie, intellectualisme ni bourrage de crâne, partager ici et aujourd'hui des méthodes, outils et expériences, c'est aussi nourrir notre grand dessein : faire naître une nouvelle économie plus respectueuse de soi, des autres et de la planète. »

Interview réalisée par Jean-Pierre Maureau

Jérôme Julia, Président de [l'Observatoire de l'Immatériel](#) & Directeur chez [Kea & Partners](#)

* * *