

## Logique financière contre logique industrielle

Chaque époque est habitée par ses propres poncifs économiques. Visées à l'esprit du temps par des formules choc et des métaphores colorées qui leur donnent l'apparence de la logique, ces idées trop bien partagées ne laissent guère aux hommes politiques la possibilité de s'en démarquer. Le coût pour la collectivité d'un poncif infondé peut pourtant se révéler bien lourd.

Dans les années 1930, les vignerons français tentaient en vain de résoudre la crise de leur industrie en arrachant, sur les encouragements du gouvernement, leurs pieds de vigne. C'est la référence commune à un modèle économique erroné qui inspirait cette stratégie aussi inefficace que celle d'un baron de Münchhausen tirant ses cheveux pour s'élever dans les airs. La chute des prix était à l'époque comprise, presque par réflexe, comme une crise de surproduction, tant la notion keynésienne de faiblesse de la demande était encore étrangère aux intuitions. Pour combattre la baisse des prix, plutôt que de stimuler la

demande, il semblait alors évident qu'il valait mieux réduire l'offre – le nombre de pieds de vignes<sup>1</sup>.

Dans l'ensemble des grands pays industrialisés, une erreur similaire a fait des ravages à l'époque : la crispation sur l'étalon-or. L'historien américain Peter Temin montre à quel point l'ampleur de la crise de 1929 tient à un attachement tout aussi irrationnel qu'unanime à la convertibilité du dollar en or<sup>2</sup>. Cette croyance était partagée dans les années 1930 par les leaders syndicaux tout autant que par les banquiers centraux, les politiciens de droite comme de gauche. Certes, une monnaie forte permet d'emprunter moins cher, de mieux rémunérer l'épargne ; mais dans certaines circonstances exceptionnelles, la dévaluation accélère la reprise d'une économie en difficulté. Cette « mentalité étalon-or » a limité les capacités d'adaptation des dirigeants politiques et économiques au choc de la grande dépression, et rendu celle-ci plus longue et plus douloureuse.

Ainsi l'histoire des idées enseigne que des théories économiques erronées peuvent recevoir le statut d'évidence incontestable, alors même qu'elles font des ravages dans le pays réel. Comme aucune époque – pas même la nôtre – n'est à l'abri des idées reçues, il est sain de s'interroger sur la validité de thèses économiques que nous avons peut-être tendance à accepter trop facilement. Nous commencerons dans ce chapitre par la « myopie de la finance ».

La théorie est aussi simple qu'intuitive : les marchés financiers exigent des rendements de court terme élevés et

forcent donc nos managers à sacrifier la croissance de long terme pour dégager des profits immédiats. Cette théorie n'est pas nouvelle. Elle est portée en France depuis de nombreuses années par des économistes reconnus, notamment dans l'école de la régulation, qui opposent la « logique financière » et la « logique industrielle ». Pour reprendre les termes de Michel Aglietta, l'un des pères de ce courant de pensée, nous sommes dans un régime de sous-investissement dû à « la pression des investisseurs institutionnels pour améliorer le rendement du capital »<sup>1</sup>.

Aujourd'hui, cette posture hostile à la finance a pénétré le discours ambiant bien au-delà des cercles d'extrême gauche. Porté par des économistes de tous bords, le nouveau consensus est que la tyrannie de la finance condamne les entreprises à un « capitalisme sans projet »<sup>2</sup>. Rares sont ceux qui osent contredire cette évidence apparente, d'autant que certains de nos capitaines d'industrie les plus en vue la reprennent à leur compte, ce qui les conduit à préconiser des mesures de protection contre la folie des marchés. Convaincus que les investisseurs institutionnels forcent les entreprises à dégager des rendements absurdemment élevés – la fameuse « dictature des 15 % » – ils dénoncent un véritable gâchis industriel. Les patrons seraient forcés de renoncer à leurs projets les plus ambitieux, qui consommeraient de l'argent sans en rapporter immédiatement. Un récent livre à succès, écrit par un ancien grand dirigeant, l'affirme sans ambages : à « 15 %

1. Jean-Charles Asselain, *histoire économique de la France du XVIII<sup>e</sup> siècle à nos jours*, Seuil, 1984.

2. Peter Temin et Barry Eichengreen, « The Gold Standard and the Great Depression », NBER Working Paper n° 6060.

1. Michel Aglietta, « La globalisation financière », in *Économie mondiale*, La Découverte, « Repères », 2000.

2. Patrick Artus et Marie-Paule Virard, 2005, *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, La Découverte, 2005.

de rendement voulu pour les actionnaires, les grands groupes cotés n'ont plus la possibilité de procéder à tous les investissements souhaitables : une exigence excessive fabrique du mathusianisme<sup>1</sup>. Cette position reflète le consensus d'une large fraction du monde patronal.

Étonnante unanimité : patrons, politiques, économistes et intellectuels de tous bords se retrouvent côte à côte pour vilipender le nouveau bouc émissaire. Si la France n'investit pas assez, ce n'est plus à cause d'un patronat timoré et mathusien – comme l'affirmait la vulgate des années 1930 – mais à cause des financiers myopes, erratiques et irrationnels auxquels nos entreprises sont aujourd'hui livrées.

## La Bourse et le long terme

Les marchés d'actions seraient-ils myopes ? Sous-estiment-ils les entreprises qui investissent dans des projets de long terme ? Contraignent-ils impiroyablement nos patrons à liquider leurs ambitions d'avenir pour dopper les profits d'aujourd'hui ?

Il ne s'agit pas d'une question idéologique mais bel et bien d'une question empirique : nous disposons de bases de données suffisamment étoffées pour y répondre de manière non ambiguë. Regardons l'ensemble des entreprises cotées en Bourse en 2004 aux États-Unis (le temple de la prétendue myopie financière mondiale), soit un peu

1. Jean Peyrelevade, *Le Capitalisme total*, Seuil, « La République des idées », 2005.

plus de 6 000 entreprises<sup>1</sup>. *Un tiers* d'entre elles font cette année-là des pertes<sup>2</sup>. On peut alors se demander si le marché « pénalise » ces entreprises non profitables, qui pressentent à leurs actionnaires des rendements sur capital négatif. Si elle s'applique à quiconque, c'est bien sur elles que devrait peser la fameuse dictature des 15 % de rendements sur fonds propres, les obligeant à vendre leurs bijoux de famille, licencier massivement, bref, à renoncer à leurs ambitions de long terme.

Or il n'en est rien. Pour l'établir, calculons le « Market-to-Book ratio » de ces entreprises déficitaires, c'est-à-dire le rapport de la valeur de marché de l'entreprise (ce qu'il faut payer pour en racheter toutes les actions et la dette, et donc la posséder entièrement) et de sa valeur comptable (la valeur des machines, brevets et stock au prix où elle les a achetés). Si une entreprise est « punie par la Bourse », son « Market-to-Book ratio » devrait être peu élevé. Au contraire, les « chouchous » du marché sont les entreprises qui ont un « Market-to-Book » élevé. Ce qu'on observe est la chose suivante : le « Market-to-Book » des entreprises faisant des profits négatifs est très significativement *plus élevé* que celui des entreprises profitables (de 50 % pour être précis) : c'est donc, à rebours de la théorie du court-termisme, pour les entreprises à profits négatifs que la Bourse semble montrer le plus de sympathie !

1. Les chiffres qui suivent sont basés sur les calculs des auteurs à partir des données comptables fournies par Standards & Poors (base COMPUSTAT), pour l'année 2004.

2. Ce chiffre ne tient pas au choix de 2004, il est le même en 2003.

Quelle est la raison de cet apparent paradoxe ? Elle est simple. Les entreprises non profitables sont plus jeunes, dépendent en moyenne trois fois plus en recherche et développement. C'est donc la promesse de profits futurs dus à l'innovation qui fonde l'enthousiasme boursier pour ces entreprises aujourd'hui déficitaires, et qui, pour les plus chanceluses, mettront des années à ne plus l'être. C'est le cas par exemple dans le secteur des biotechnologies. Les « biotech » investissent dans des programmes de recherche de médicaments nouveaux, projets à la fois très coûteux et très incertains, qui s'étalent sur des dizaines d'années. Le marché boursier s'est pourtant montré ouvert au financement de ces projets : plus de 4 milliards de dollars ont été levés en Bourse aux Etats-Unis en 2003 par ce jeune secteur industriel alors même que seules 12 des 50 plus grosses « biotech » étaient profitables cette année-là<sup>1</sup>. Il s'agit là d'un phénomène général : les entreprises n'attendent pas d'être profitables pour s'exposer au marché boursier. Les économistes Steve Kaplan et Per Stromberg montrent que 82 % des entreprises qui s'introduisent en bourse ne sont pas bénéficiaires.<sup>2</sup> Trois ans plus tard elles sont encore plus nombreuses (85 %) à être déficitaires, et leurs pertes se sont creusées très fortement. Ce n'est pas parce que la Bourse nuit à leur santé, mais au contraire, parce que le marché boursier, leur évitant le recours à la dette, rend possible une politique de croissance agressive.

1. « Biotech's Dismal Bottom Line : More Than USD 40 Billion in Losses », *Wall Street Journal*, 20 mai 2004.

2. Steven Kaplan, Berk Sensoy et Per Stromberg, 2005, « What Are Firms ? Evolution from Birth to Public Companies », Document de travail du NBER.

Celle-ci se lit dans les données : leurs pertes s'aggravent mais leur taille est multipliée par dix en trois ans. Une fois en Bourse, ces entreprises investissent *davantage*, alors même qu'elles sont déficitaires.

Ce qui ne veut pas dire que leurs actionnaires s'appauvrissent. Pour avoir les idées claires, il est important ici de distinguer la performance *boursière* de la performance *comptable* de l'entreprise. La performance comptable, c'est une mesure des profits que l'entreprise dégage une année, un semestre ou un trimestre donné. Par exemple, Alcatel a pour sa dernière année fiscale un rendement des capitaux propres de 14,9 %, ce qui signifie qu'en 2005, pour 100 euros de fonds propres – le patrimoine de la société tel qu'il apparaît à son bilan –, Alcatel a dégagé un résultat net de 14,9 euros.

La performance boursière est quant à elle mesurée par la hausse du prix de l'action. Celle d'Alcatel est plutôt médiocre : l'action est un peu en dessous de 10 euros début septembre 2006, comme en septembre 2005 ou septembre 2004. Ainsi, les actionnaires ne se sont pas du tout enrichis au cours des deux dernières années. Bizarrement, le rendement boursier est nul, alors que du point de vue comptable, la société se porte bien.

Comment réconcilier ces deux mesures ? La raison tient justement au fait que la Bourse anticipe à long terme. Une action donne droit à une fraction des profits futurs de l'entreprise. Lorsque son prix augmente, c'est en général précisément parce que le marché anticipe une augmentation jusqu'alors inattendue de ces profits futurs – nous reviendrons plus bas sur la capacité prédictive des marchés.

Alcatel peut être une entreprise très bien gérée et très profitable *aujourd'hui*, mais le marché craint que ces profits ne durent pas longtemps. En effet, l'entreprise française subit les assauts répétés de concurrents asiatiques, plus compétitifs. Les opérateurs Télécom sont peu nombreux et très concentrés, et forcent les équipementiers de télécommunications à se livrer à une concurrence sauvage. Enfin, les évolutions technologiques se succèdent à un rythme endiablé dans ce secteur, si bien qu'aucune situation n'est jamais acquise pour longtemps. Pour toutes ces raisons, Alcatel a d'ailleurs récemment décidé de fusionner avec son concurrent Lucent.

Si, comme dans le cas d'Alcatel, les actionnaires s'attendent de la part de grosses entreprises du CAC 40 à des profits courants relativement élevés, c'est que ces entreprises sont mûres : elles sont pour la plupart sur la deuxième partie de leur cycle de vie, celle où les revenus sont supérieurs à l'investissement. Le fait que ces profits sont élevés, alors même que leur performance boursière est médiocre le traduit bien : on en attend peu de croissance dans le futur. Voilà pourquoï, dans ces sociétés « mûres », une partie plus faible du revenu est réinvestie. L'essentiel est reversé aux actionnaires sous forme de dividendes ou de rachats d'actions (deux méthodes pour payer l'actionnaire qui, mis à part leur traitement fiscal, sont strictement équivalentes) et sera réinvesti par les épargnants eux-mêmes dans des entreprises plus jeunes. La rancœur des entreprises d'un certain âge face à ce « jeunisme » permanent est compréhensible. Mais si ce cycle de l'investissement n'existerait pas, notre parc d'entreprises ne se

renouvelerait pas et serait intégralement composé de multi-centenaires.

Un dernier argument en faveur du « long-termisme » des marchés financiers est théorique. Même un actionnaire qui compte revendre rapidement n'a pas à se soucier de l'horizon des projets de l'entreprise : il pourra revendre ses actions à un prix qui reflète la valeur des projets entrepris, que leur horizon soit long ou court. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la Bourse a été inventée dans la Hollande du XVII<sup>e</sup> siècle : pour permettre aux armateurs de revendre leurs parts dans des bateaux qui n'étaient pas encore revenus<sup>1</sup>. En vendant, ils touchaient, par anticipation, les profits que ces bateaux rapporteraient, moins une décote liée au risque — de piraterie, de naufrage. Le marché contemporain des actions a conservé cette fonction initiale : même si l'entreprise investit dans un projet qui ne deviendra rentable que dans dix ans, son actionnaire peut en toucher, dans les dix secondes, tous les profits futurs en revendant ses parts. De ce point de vue, la théorie économique confirme les faits : le marché n'est pas myope.

### **Patrons et financiers : la répartition des rôles**

Comment comprendre dès lors que de grands capitaines d'industrie, a priori bien placés pour nous informer sur le sujet, se plaignent de manière aussi récurrente de la tyrannie des marchés ? Il serait en fait aussi absurde de s'en

1. Voir par exemple Niall Ferguson, *Empire*, Basic Books, 2002.

étonner que d'être surpris d'entendre un automobiliste récriminer contre les limites de vitesse ou des étudiants se plaindre de la dureté, de l'inutilité ou de l'aléa des examens qu'on leur impose. Les patrons sont ici dans leur rôle : ils cherchent en toute bonne foi à piloter leur entreprise vers le succès et les marchés sont là pour les contraindre, leur éviter de dériver vers des excès d'enthousiasme. Le scepticisme est la fonction même de l'actionnaire, qui à chaque instant se demande « n'y a-t-il pas mieux ailleurs ? » tandis que le patron lie son destin à celui de l'entreprise et de sa stratégie. De son point de vue, le regard critique de l'actionnaire de court terme à l'affût de plus-values rapides est bien évidemment une intrusion pénible. Mais les hommes politiques qui se laissent convaincre par ce discours patronal et cherchent à limiter la fluidité des marchés financiers se trompent de cible. Car ce partage du pouvoir est en réalité une répartition efficace des rôles.

En 2000, Jean-Marie Messier publiait son fameux livre-manifeste *JGM.com*.<sup>1</sup> Les positions du patron de Vivendi à l'égard des marchés ne sont à l'époque teintées d'aucune acrimonie : J2M croit au capitalisme boursier, mais ce n'est pas sans une certaine fierté qu'il raconte comment il a su résister à la tentation de « donner satisfaction aux marchés » qui le poussaient à vendre Vivendi Environnement pour 30 milliards d'euros au groupe allemand RWE. « Accepter le chèque du Dr Kunt [patron de RWE], [...] c'était renoncer à une stratégie qui m'a toujours paru la meilleure pour le groupe Vivendi : marcher sur deux jambes, être à la fois dans la vieille et la nouvelle économie,

1. Jean-Marie Messier, *JGM.com*, Hachette Littératures, 2000.

dans les métiers de l'eau et d'Internet. » Messier est à l'époque convaincu de servir les intérêts de long terme des actionnaires contre leur propre volonté.

On sait désormais que cette certitude de pouvoir déromper les anticipations du marché était infondée. Lorsque, dans un geste qui clôt définitivement Père Messier, Vivendi vendra ses derniers titres Veolia en 2006, ce sera sur la base d'une valorisation de l'ancien Vivendi Environnement inférieure à 17 milliards. Le modèle du conglomérat diversifié, dont Messier persistait en 2000 à se faire l'apôtre, est passé de mode depuis la fin des années 1980, sous la pression indirecte des actionnaires. Les financiers ayant remarqué que les entreprises créent plus de valeur lorsqu'elles se concentrent sur un domaine de compétence, boudent (à quelques exceptions près) les conglomérats : c'est ce qu'on appelle la « décote de conglomérat »<sup>1</sup>. En toute bonne foi, Messier pensait sans doute être « différent de la moyenne » et pouvoir ressusciter ce modèle. Dans le cas Vivendi, c'est le marché qui aurait pu faire le bonheur de Messier (et de ses actionnaires) malgré lui en le ramenant au réel. En définitive, c'est plus de la dictature du patron, que de celle du marché, que les actionnaires de Vivendi ont lieu de se plaindre...

Les grands managers sont souvent choisis pour leur personnalité exubérante. C'est précisément leur tempérament enthousiaste, leur optimisme contagieux, qui fait leur force de meneurs d'hommes. Choisir des hommes capables de rallier leurs troupes, de mobiliser les énergies : le charisme

1. Berger et Ofek, « The Conglomerate Discount », *Journal of Financial Economics*, 1995.

de nos dirigeants est de plus en plus mis en avant comme une qualité requise<sup>1</sup>. La contrepartie, c'est que l'impartialité du regard froid et comparatif de l'actionnaire est une jauge plus que jamais utile, qui allume des voyants rouges lorsqu'un patron se laisse enthousiasmer au-delà du raisonnable. Empêcher les actionnaires de pouvoir vendre « à volonté », ce serait priver les conseils d'administration de cette jauge et les patrons de cet aiguillon agaçant mais finalement utile, un peu comme une limite de vitesse : c'est la folie des grandeurs et non l'investissement de « long terme » que les marchés pénalisent.

C'est pourquoi les grosses acquisitions, perçues comme un symptôme de « dérive impériale », sont souvent suivies d'une réaction négative du cours en Bourse<sup>2</sup>. Si cette chute, lorsqu'elle se produit, était injustement sceptique, elle devrait être corrigée à long terme par une remontée du cours, or ce n'est pas ce qui se produit en moyenne (c'est même le contraire<sup>3</sup>). Lorsque le cours de Vivendi décroche de près de 30 % à la suite de l'annonce de l'acquisition de Seagram en juin 2000, la presse économique, volontiers à l'écoute des managers, s'inquiète de voir « les stratégies d'entreprise perturbées par une Bourse

toujours plus versatile<sup>1</sup> ». Ce décrochage n'était pourtant pas, on le sait maintenant, une « erreur » d'anticipation : c'est là aussi au marché que l'histoire a donné raison.

Autre exemple : lorsqu'un mois plus tard, en décembre 2000, Frank Riboud décide d'acquérir l'américain Quaker Oats, le scepticisme de la Bourse inflige au cours de l'action Danone une correction de 13,5 %, obligeant son patron à renoncer à l'acquisition (l'action remonte alors immédiatement de 6,5 %). Les journalistes de *L'Expansion* se font écho à l'époque d'un banquier d'affaires anonyme : « Cette affaire est très inquiétante et absurde, s'alarme un banquier spécialiste des acquisitions transfrontalières. Sacrifier la stratégie à moyen terme d'une entreprise face à un marché boursier aussi peu construit dans ses raisonnements pose un sérieux problème<sup>2</sup>. » Là aussi, il faut savoir décrypter : les banquiers d'affaires ne sont pas sur ce sujet des experts impartiaux. Si les patrons ont parfois tendance à privilégier une logique de construction d'empire sur celle de la rentabilité, les motivations financières des banquiers en font les plus infatigables avocats des acquisitions : ils reçoivent en effet des honoraires très importants lorsqu'ils réussissent à mener une transaction à son terme.

1. Rakesh Khurhana, *In Quest of a Corporate Savior*, Harvard Business School Press, 2002.

2. Moeller, Sara B., Frederik P. Schlingemann et Rene M. Stulz, « Wealth destruction on a massive scale ? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave », Working Paper, n° 10200, National Bureau of Economic Research, 2004.

3. Michael H. Bradley et Anant K. Sundaram, « Do Acquisitions Drive Performance or Does Performance Drive Acquisitions ? », Duke University Working Paper, 2004.

1. « La loi des marchés contre la volonté des patrons », *L'Expansion*, 7 décembre 2000.

2. *Ibid.*

## L'arbitrage et ses limites

N'est-il cependant pas dangereux de verser dans un extrême inverse, celui d'une foi aveugle en l'infaillibilité des marchés ? Par quel miracle les cotes boursières pourraient-elles prédire les profits futurs des entreprises ? Il suffit de connaître quelques boursicoteurs fantasques pour douter que le jugement accumulé de tels parieurs, fussent-ils des milliers, puisse magiquement faire converger les prix vers leur valeur fondamentale.

Le discours de l'économiste Stephen Ross, professeur au Massachusetts Institute of Technology (MIT), est bien loin de cette version un peu métaphysique de l'efficacité de marché, proposée par le penseur libéral Friedrich Hayek, qui voyait en chaque individu le mini-rouage inconscient d'une gigantesque machine à calculer décentralisée. À la magie de la main invisible, Steve Ross, qui est considéré comme l'un des penseurs clés de la finance moderne, substitue une autre image de l'efficacité des marchés<sup>1</sup>. Certes, des milliers de « brebis » erratiques, peu informées et peu rationnelles, achètent et vendent un peu au hasard chaque jour en Bourse. Mais ce qui fait la justesse des prix, ce n'est pas que les brebis sont collectivement inspirées à rester dans le bon chemin (comme dans la machine à calculer géante de Hayek) : ce sont les loups à l'affût qui sautent sur les brebis quand elles s'écartent trop du chemin. Pour Steve Ross, il suffit de quelques loups pour que le gros du troupeau reste sur le chemin

1. Stephen A. Ross, *Neoclassical Finance*, Princeton University Press, 2004.

du « juste prix ». Car c'est cela, la spécificité d'un marché financier fluide : si une action devient nettement sous-évaluée par rapport à sa valeur fondamentale (les profits futurs de l'entreprise), un investisseur averti peut en profiter en achetant l'action, et cette demande accrue ramène le prix vers sa juste valeur. Inversement, si une action est surévaluée, le même investisseur peut parier à la baisse en vendant l'action à découvert<sup>1</sup>. On appelle arbitrage de telles transactions, où un profit est réalisé quasiment sans risque, en exploitant une « erreur du marché ».

Comme l'immense majorité des économistes et financiers, Steve Ross n'a pas la naïveté de croire que le marché ne commet jamais d'erreur. Ce qui est plus étonnant est l'élégance avec laquelle l'économiste américain établit que ces erreurs sont très petites. En filant notre métaphore, il s'agit pour connaître le nombre de brebis qui se sont écartées du droit chemin, de compter celles qui ont été mangées par les loups. Steve Ross propose donc d'aditionner les profits des *hedge funds*, ces loups qui exploitent avec avidité les erreurs de valorisation du marché. En effet, leurs profits mesurent l'écart entre le prix de marché et le véritable prix des titres mal évalués. Steve Ross calcule ainsi que ces erreurs sont une infime fraction de la valeur totale des entreprises cotées en Bourse. Les prix sont justes, à moins de 1 % près. Autrement dit, le marché n'est pas parfait, mais presque, car les opportunités d'arbitrage y sont infimes. Il s'agit au fond d'une version élaborée de la

1. Une vente à découvert consiste littéralement à vendre une action que l'on n'a pas. Pour cela, le vendeur emprunte l'action en s'engageant à la rendre plus tard en l'achetant sur le marché le moment venu. Si le cours de l'action baisse, cette opération est gagnante.

bouade de Milton Friedman qui disait « si vous me dites qu'un dollar traîne sur le trottoir, je peux vous dire les yeux fermés qu'il n'y est pas : soit vous mentez, soit quelqu'un l'aura déjà pris ».

En fait, il n'y a rien d'étonnant à cela. La mutation spectaculaire de la finance depuis l'après-guerre en fait un des secteurs les plus importants<sup>1</sup> et les plus consommateurs de matière grise de l'économie. Cela laisse peu de place aux grosses erreurs. Quelques *hedge funds* font leur fortune de la moindre petite déviation, la recifiant par là même. La leçon du professeur Ross est que les profits récoltés par ces « spéculateurs rationnels » sont une infime fraction de l'immense masse des capitaux investis. En revanche, le travail de ces financiers est utile à tous car il garantit que le prix des actions reflète la valeur économique des entreprises.

Hors les *hedge funds*, rares sont ceux qui « font de l'argent » en Bourse, car avoir raison contre le marché financier, c'est avoir raison contre la plus grande armée de mathématiciens, physiciens et informaticiens jamais réunie. Les économistes américains Bard Barber et Terrance Odean ont montré que les boursicoteurs américains se faisaient systématiquement battre par le marché... car ils effectuent trop de transactions et enrichissent surtout leurs courtiers<sup>2</sup>. Mais le même constat s'applique aux professionnels de la gestion d'actifs ! Les données rassemblées par les économistes montrent que les organismes de gestion

1. Le secteur financier représente aux États-Unis 12 % de la production nationale.

2. Terrance Odean, « Do Investors Trade Too Much ? », *American Economic Review*, 1999.

collective qui gèrent leurs portefeuilles de manière active, en n'achetant que les actions qu'ils jugent les plus prometteuses, n'offrent pas à leurs clients des performances supérieures à ceux qui reproduisent mécaniquement des indices boursiers (comme le CAC 40)<sup>1</sup>. Les marchés sont si efficaces, les prix sont si justes, que le talent des gestionnaires d'épargne collective en devient imperceptible<sup>2</sup>.

Il n'y a au fond qu'un type d'anomalie que les *hedge funds* ne savent pas bien arbitrer : ce sont les bulles spéculatives qui concernent l'*ensemble* du marché. Ces bulles correspondent à des phénomènes d'une ampleur et d'une durée telles qu'aucun acteur financier n'a les poches assez profondes pour les arbitrer : par exemple, un investisseur qui aurait parié contre la bulle Internet en 1998 aurait perdu beaucoup d'argent en 1999, mais le pari se serait révélé payant en 2002<sup>3</sup> ! Même dans ces périodes de surévaluation globale, les financiers continuent à comparer les

1. Contrairement aux *hedge funds*, ces fonds ne vendent pas à découvert, c'est-à-dire qu'ils ne parient pas à la baisse sur les actions. Ils se contentent de détenir des actions sélectionnées suivant leur analyse du marché et l'intensité du risque qu'ils sont prêts à prendre.

2. Plus exactement, si leur expertise permet un gain de performance, celui-ci est annulé par les honoraires qu'ils reçoivent. Voir B.G. Malkiel, « Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991 », *Journal of Finance*, juin 1995. De plus, les fonds qui ont des performances meilleures que les autres une année donnée n'ont pas tendance à produire des performances meilleures que les autres l'année suivante, preuve additionnelle d'une bonne efficacité des marchés (M. Garhart, « On Persistence in Mutual Fund Performance », *Journal of Finance*, March 1997).

3. A. Schleifer et R. Vishny, « The Limits of Arbitrage », *Journal of Finance*, 1997. Voir aussi M. Brunnermeier et S. Nagel, « Hedge Funds and the Technology Bubble », *Journal of Finance*, 2004.

entreprises entre elles efficacement : si je sais que Google est sous-évalué par rapport à Yahoo, je peux en effet réaliser un arbitrage (acheter Google et vendre Yahoo à découvert), même si le secteur des valeurs technologiques est surévalué dans son ensemble. Cette remarque est d'importance car elle implique que même en période de bulle, les marchés continuent à comparer les entreprises entre elles, et donc s'assurer que ce soient toujours les meilleures qui reçoivent le plus de capital.

Une autre manière de formuler la théorie de l'absence d'arbitrage de Steve Ross consiste à dire que les rendements requis par les investisseurs ne sont pas « anormalement élevés ». On a souvent tendance à sous-estimer la formidable compétition à laquelle les investisseurs se livrent pour investir les fonds dont on leur a confié la garde. Par ce biais, les épargnants sont en concurrence entre eux et la récompense qu'ils peuvent escompter en étant actionnaires ne reflète que le juste « prix du risque » que l'entreprise leur fait prendre, pas davantage. Lorsque les médias semblent s'indigner des gargantuesques profits des actionnaires du CAC 40, ils oublient de souligner que le rendement pour l'actionnaire varie fortement suivant les années : certaines sont bonnes, d'autres ne le sont pas. C'est le risque pris qui justifie qu'en moyenne ces rendements soient plus élevés que le taux « sans risque » des OAT. Après tout, à la fin de l'année 2006, le CAC 40 retrouve à peine le niveau qu'il avait cinq ans auparavant, ce qui n'est guère mirobolant.

En fait, une contrepartie heureuse de la révolution financière est justement la baisse du coût du capital, à rebours des plaintes ambiantes. N'oublions pas que

c'est dans les pays où le développement financier est le moins avancé que le capital coûte le plus cher aux entreprises. Dans la France d'aujourd'hui, il n'a jamais été aussi facile pour les grandes entreprises de se financer. La sophistication, la concurrence et l'innovation sur les marchés financiers permettent une meilleure « digestion » du risque, qui est savamment découpé et littéralement vendu en tranches... Au bilan, la fameuse « prime de risque » exigée par les actionnaires en dédommagement du risque a fortement diminué sur les quinze dernières années, au point que les manuels de finance des écoles de commerce ont dû changer leurs études de cas<sup>1</sup> !

L'étonnante capacité des marchés à anticiper, leur aptitude à « agréger » des sources très disparates d'information, s'appliquent avec un grand succès à des domaines tout autres que le financement de l'économie. Il est désormais établi que les « marchés prédictifs » où on peut parier que certains événements, politiques ou sportifs par exemple, vont se produire, ont un pouvoir d'anticipation qui domine celui des experts individuels<sup>2</sup>. Les cotes des paris échangés sur l'Iowa Electronic Market prédisent les résultats des élections présidentielles américaines nettement mieux que les sondages. Autre exemple, le « Hollywood Stock Exchange » prophétise les gagnants de la cérémonie des Oscars mieux que les critiques de cinéma les plus chevronnés. Plus sérieusement, le fabricant d'ordinateurs Hewlett-Packard utilise avec succès les paris intéressés de

1. E. Fama et K. French, « The Equity Premium », *Journal of Finance*, 2002.

2. J. Wolfers et E. Zitzewitz, « Prediction Markets in Theory and Practice », NBER Working Paper.

ses employés pour affiner ses anticipations de ventes. Les performances prévisionnelles de ces marchés sont si spectaculaires qu'en 2003 le ministre de la Défense américain a envisagé très sérieusement la constitution d'un marché anonyme de prédiction des événements terroristes pour améliorer la qualité de ses informations. Le programme a été annulé en juillet 2003 par le secrétaire à la Défense face à la réaction outragée des médias et de certains sénateurs. Même aux États-Unis, le public n'est pas disposé à introduire le marché partout...

### **Le vrai problème de court-termisme : les patrons tentés par le dopage**

Les marchés évaluent les entreprises sur la base de l'information dont ils disposent. Si l'information financière fournie par une entreprise est fausse ou douteuse, il en sera de même du prix de son action. Il s'agit en fait bel et bien du seul effet de court-termisme qui a pu être découvert dans les données financières : lorsqu'ils ont des stock-options qu'ils souhaitent exercer rapidement, certains chefs d'entreprise ont tendance à gonfler les comptes et à se comporter comme si tout allait très bien par exemple en faisant des acquisitions massives, ou en embauchant massivement<sup>1</sup>. C'est précisément ce qui a été reproché au patron d'Airbus lorsqu'au printemps 2006, il a exercé ses stock-options quelques semaines avant que le constructeur européen n'ait à faire face à de graves problèmes industriels.

1. D. Bergstresser et T. Philippon, « CEO Incentives and Earnings Management », *Journal of Financial Economics*, 2005.

Plus qu'à celle de l'irrationalité des marchés, c'est donc en réalité à la question de la rémunération et des incitations des dirigeants d'entreprise que renvoie le débat sur le court-termisme financier. Les rémunérations basées sur la valeur en Bourse doivent fournir des incitations de long terme : afin qu'un dirigeant ne puisse bénéficier d'un dopage artificiel et donc temporel du cours de son entreprise, il peut donc être souhaitable de limiter le droit d'exercice de ses stock-options pendant la durée de son mandat.

Il importe de savoir décrypter les discours : les patrons dénonceront toujours les marchés boursiers et en particulier les fonds spéculatifs comme une source de nuisance. Rien d'étonnant à cela. Leur vie serait de fait plus paisible sans cette imitoyable machine à prévoir les différents scénarios de l'avenir qu'est devenue l'industrie financière. Mais il serait collectivement dommageable de se priver de ces anticipations et de ce regard impartial de la finance sur les entreprises. Les actionnaires n'en sont pas les uniques bénéficiaires. En forçant les entreprises à se réformer, à s'adapter, en effectuant des maintenant des ajustements qui deviendront nécessaires, la finance « fait gagner du temps ». Elle permet d'éviter les « dérives impériales » des patrons en envoyant des signaux d'alarme, et au final préserve donc la pérennité de nos grandes entreprises.