



AUGUSTIN

LANDIER

DAVID

THESMAR

Le grand  
méchant  
marché

décryptage  
d'un fantasme  
français

Champs **actuel**

Extrait de la publication





**LE GRAND MÉCHANT MARCHÉ**  
*Décryptage d'un fantasme français*

© Flammarion, 2007.  
ISBN : 978-2-0812-1307-4

Augustin Landier  
David Thesmar

LE GRAND MÉCHANT  
MARCHÉ

*Décryptage d'un fantasme français*

**Champs** actuel



## Introduction

« On fait de l'argent sur le dos des gens et après on fiche tout le monde dehors. La dictature de la rentabilité financière ça suffit. » Ces propos ne sont pas extraits d'un tract de la Ligue communiste révolutionnaire, ni même du préambule au programme du Parti socialiste. Qu'ils aient été prononcés par Jacques Chirac<sup>1</sup> en pleine bataille boursière d'Arcelor contre Mittal montre à quel point ils reflètent le consensus politique dans la France d'aujourd'hui. Politiques, experts et commentateurs, bien peu en doutent : livrée aux aléas du capitalisme financier, la France est menacée dans son économie et dans ses équilibres sociaux.

Cet effroi, l'opinion publique le partage. Presque chaque jour, un nouveau sondage le confirme. Selon une enquête publiée le 4 novembre 2005 par *Libération*, pour 61 % des Français, le capitalisme évoque quelque chose de négatif.

1. « L'Élysée défend avec vigueur la fusion d'Arcelor avec Severstal », *Le Monde*, 30 mai 2006.

En effet, il est autant, voire davantage, vecteur d'aliénation et d'inégalités que de richesse. 45 % des personnes interrogées pensent que ce système économique conduit à l'accumulation de richesses dans les mains d'un petit nombre. 41 % l'identifient à l'exploitation de l'homme par l'homme, alors que seuls 40 % lui reconnaissent la capacité de susciter l'enrichissement de la société dans son ensemble.

Les Français disent donc non au marché. Utilisant une grille de lecture qui leur est propre (au point qu'elle est intraduisible dans d'autres langues), ils s'effraient de la « financiarisation » grandissante de l'économie qu'ils opposent à la logique industrielle. La montée en puissance des actionnaires au capital de nos entreprises est désignée comme responsable de la souffrance sociale : les entreprises délocaliseraient-elles sans les exigences toujours plus gloutonnes des « fonds de pensions » anglo-saxons ? Nos dirigeants ne seraient-ils pas plus humains et moins enclins à appliquer les dernières mesures de *cost-cutting* à la mode s'ils n'avaient pas à chaque instant l'œil rivé aux cours de Bourse comme des adolescents collés à leur console de jeu vidéo ?

Face à cette certitude collective, Nicolas Sarkozy, bien qu'il ait tout fait pour se démarquer de son successeur, s'est résigné à suivre, au moins dans le discours, la ligne de plus grande pente. « Les valeurs fondamentales du capitalisme sont celles de l'effort, du travail, de l'entreprise et non celles de la spéculation, de la rente ou de l'aubaine, et [...] à travers les marchés financiers, l'actionnaire ne peut pas décider tout seul de la marche de l'économie. La libre concurrence n'est pas plus compatible avec les dumpings de toutes sortes que le capitalisme entrepreneurial n'est

compatible avec la prise totale de pouvoir par la finance et la soumission de la logique de la production à la logique financière<sup>1</sup>. » Vive l'entrepreneur, mort au spéculateur. La formule sonne si bien qu'elle semble offrir au marxiste qui sommeille en chacun de nous l'exutoire qui lui manquait depuis la chute du mur de Berlin. On peut donc encore parler du grand méchant capital.

Ce livre examine à la loupe des données statistiques la part de mal-être économique qui peut être attribuée au capitalisme financier. Cette nouvelle pensée unique qu'est la révolte contre le « grand méchant loup » du libéralisme financier résiste mal à la confrontation aux faits. Le capitalisme financier n'est pas l'instrument du vieux conflit capital-travail qui hante le débat politique depuis plus d'un siècle. Nous le verrons, le capitalisme actionnarial n'induit pas non plus la myopie industrielle pour laquelle on le blâme, mais permet au contraire le financement de projets de très longue haleine. De manière générale, le constat quantitatif est univoque : la finance est l'amie de l'emploi, pas son fossoyeur. Les restructurations financières, les OPA hostiles, ne sont pas l'arsenal que les capitalistes utilisent pour s'approprier les profits au détriment des salariés.

Comment, dès lors, comprendre l'allergie à la finance qui s'est développée chez nos concitoyens ? Ce qui est frappant dans ce phénomène de rejet de l'économie libérale, c'est à quel point il s'agit d'une singularité française.

Selon un sondage international mené par l'université du Maryland, 71 % des Américains et 66 % des Britanniques pensent que « les principes de la libre entreprise et de

1. Conférence de presse du 8 janvier 2008.

l'économie de marché sont le meilleur système sur lequel fonder l'avenir du monde ». Seuls 36 % des Français interrogés pensent de même. Seconde surprise de ce sondage, cette attitude n'est pas partagée par nos voisins d'Europe continentale : les deux tiers des Allemands, des Italiens ou des Polonais font confiance à l'économie de marché.

Selon nous, l'exception anti-capitaliste française renvoie non pas à une « exception culturelle » intemporelle mais à l'exception historique des années d'après guerre. Contre-exemple cinglant à la *doxa* libérale qui oppose efficacité et centralisation, État et performance, les Trente Glorieuses ont été ce moment béni où le dirigisme économique semblait garantir à la fois une croissance élevée et la sécurité de l'emploi. Or, depuis que, dans les années 1980, l'État a libéralisé tous azimuts et privatisé en masse, rien ne va plus : la croissance se traîne, les inégalités se creusent, le chômage de masse persiste.

Le rejet du capitalisme moderne va de pair avec la nostalgie des Trente Glorieuses, parenthèse de l'histoire un peu exceptionnelle, où un État dirigiste a pu se porter garant de l'avancée conjointe du progrès social et du progrès technique. À droite comme à gauche, des voix de plus en plus nombreuses s'élèvent pour appeler à la reprise en main de l'économie par l'État, de la re-nationalisation d'EDF au patriotisme économique en passant par l'apologie consensuelle de la Caisse des dépôts et consignations, seul bailleur de fonds crédible d'une croissance durable et équilibrée. Si personne n'admet vouloir revenir au temps de l'économie administrée, les vieux réflexes ont la vie dure, et devant les difficultés de notre pays, la tentation est grande d'en rester au « capitalisme

light » qui est le nôtre, héritier des réformes des années 1980, ambitieuses mais stoppées en rase campagne.

Il est coûteux de tergiverser. C'est justement cet entre-deux mal assumé qui génère malaise et l'inquiétude. L'épargne et le marché du travail sont encore largement structurés par des institutions modelées pendant les Trente Glorieuses. L'absence de fonds de pensions français fait de notre pays la terre d'élection des investisseurs étrangers. Le besoin de contrôler nos grandes entreprises a favorisé l'émergence d'une élite dirigeante qui hésite entre sa vocation de grand commis et celle de mercenaire au service de ses actionnaires. Le branchement d'une finance ultra-moderne sur un marché du travail rigide est source d'incertitude et de chômage.

Ces mutations inachevées, ce capitalisme allégé sont à l'origine du malaise. On se tromperait en voyant, dans la crise de légitimité que traverse le marché, une fatalité culturelle : s'il y a un atavisme français, celui-ci est plus anti-étatique qu'anti-capitaliste. À rebours des idées reçues, l'histoire de notre pays le confirme : au début du <sup>XX</sup><sup>e</sup> siècle, qui s'émouvait que les compagnies de chemins de fer ou d'électricité fussent privées ? Le marché financier français était l'un des plus gros et des plus dynamiques du monde. Le consensus, dans la classe politique comme dans l'administration, était celui d'une intervention minimale d'un État jugé incompetent.

Plutôt que la réinvention d'un nouveau capitalisme hybride qui singulariserait notre pays dans le concert des nations, c'est l'application plus poussée des outils de la finance moderne, par exemple aux fins de restructurer notre système de retraite, qui pourra réconcilier les citoyens avec l'économie, et leur assurer une prospérité partagée.



## Logique financière contre logique industrielle

Chaque époque est habitée par ses propres poncifs économiques. Vissées à l'esprit du temps par des formules chocs 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

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.

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 absurde-ment 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. 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 malthusianisme »<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 malthusien – 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 impitoyablement nos patrons à liquider leurs ambitions d'avenir pour doper 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 présentent 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, dépensent 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 chanceuses, mettront des années à ne plus l'être. C'est le cas par exemple dans le secteur des biotechnologies. Les « biotechs » 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 États-Unis en 2003 par ce jeune secteur industriel alors même que seules 12 des 50 plus grosses « biotechs » 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 Strömberg, 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.



Composition et mise en page



N° d'édition : L.01EHBNU0593N001  
Dépôt légal : janvier 2007

Extrait de la publication