
Conjoncture et décisions. <http://www.theoreco.com> . Bernard Biedermann

Dérives du capitalisme financier, incertitude et économie réelle. Janvier 05.

Mots clés : Michel Aglietta, Antoine Rebérioux, Dérives du capitalisme financier, bulle internet, Enron, firme managériale, firme entrepreneuriale, OPA, bourse, incertitude, convention, mimétisme

Dérives du capitalisme financier, incertitude et économie réelle

Cet article suggère une réaction nuancée à l'analyse des phénomènes de la bulle internet exposée dans « Dérives du capitalisme financier » de Michel Aglietta et Antoine Rebérioux (Albin Michel). Il traite des relations qu'entretiennent le monde de la finance et celui l'économie réelle dans un contexte d'incertitude. Le thème abordé dans ces quelques lignes ne couvre qu'une partie d'un ensemble plus vaste que les auteurs abordent de manière complète, riche instructive avec notamment des propositions visant à développer la démocratie dans l'entreprise. (les phrases entre « » sont issues du livre)

L'entreprise des années 90 et son environnement financier

Ces deux dernières décennies, on assiste à une montée en puissance de la financiarisation de nos économies qui se traduit par un transfert de pouvoir et de contrôle des gestionnaires vers les actionnaires. Ces derniers imposent aux dirigeants leurs exigences en matière de rentabilité. Les gestionnaires deviennent alors les obligés des actionnaires. Cette nouvelle structure se traduit par le fait que les salariés supportent une part plus importante des risques et par une logique boursière poussant les acteurs à un certain court-termisme. De plus les indicateurs de richesse conduisent à exiger pour chaque entreprise une rentabilité supérieure à celle du marché. Cette contradiction est entretenue par les espoirs de gains des actionnaires et les rémunérations des dirigeants sous forme de stock options. Concernant le profit, contrairement à la firme entrepreneuriale, la firme managériale ne permet pas d'établir des critères de maximisation car les fonctions d'entrepreneur, de gestionnaire, de capitaliste et de travailleur sont éclatées. L'entreprise managériale doit donc être dotée d'un pouvoir politique soumis aux influences des intérêts liés à l'entreprise par des contrats incomplets.

La stratégie d'endettement est-elle aussi soumise à l'idéologie de la nouvelle économie qui exige les fameux 15% de rentabilité. Les entreprises sont alors conduites à jouer sur l'effet de levier, ce que les banques acceptent tant que le

niveau des pertes anticipées ne dépassent pas une valeur déterminée par un modèle d'équations comprenant, la probabilité de perte, le rendement du capital et le taux d'intérêt. Ce dernier joue un rôle crucial dans la détermination de la structure d'endettement. La baisse des taux dans la seconde moitié des années 1990 a largement été responsable de l'engouement spéculatif qui a emporté la croissance de l'investissement. Par ailleurs, le risque d'une OPA ou la volonté d'être un prédateur, incite les dirigeants à vouloir maîtriser le cours de l'action en jouant sur la distribution des dividendes et sur le taux d'endettement tout en recherchant l'équilibre optimal entre les contraintes des banques et celles des actionnaires.

Grâce aux immenses progrès du traitement des données, les banques ont élargi leurs capacités de détermination des prix et des risques. Ceci s'est traduit par un transfert des risques vers un ensemble d'investisseurs financiers institutionnels, en utilisant des nouveaux mécanismes fondés sur des Titres Gagés sur Actifs ou d'Obligations de Dettes Collatérales ou sur contrat d'assurance. En conséquence ces nouvelles techniques n'incitent plus les banques à évaluer correctement les risques des débiteurs.

L'évaluation des actifs dans un marché efficient qui estimerait la valeur de l'entreprise sans biais, présuppose une information complète (prix passés, ordres passés, volumes,...). Mais, comme l'information est coûteuse, les agents ne vont la rechercher que s'ils sont sûrs d'en tirer un profit. Le prix du marché ne contient donc pas d'information pertinente. Il s'ensuit le phénomène de convention, fondée sur l'hypothèse auto référentielle selon laquelle l'opinion de chacun sur l'opinion de tous converge vers une évaluation commune. Les interprétations subjectives incertaines conduisent à une plus grande sensibilité à l'opinion d'autrui, le mimétisme devient alors une force du marché et la spéculation est alors possible.

Mais les variables qui influencent la valeur fondamentale d'une action sont entachées d'incertitudes. Incertitudes sur les évolutions des profits futurs, sur les taux de distribution des dividendes et sur les fluctuations du taux d'actualisation résultant en partie des primes de risque-action elles même influencées par la probabilité de défaut des entreprises. Il se trouve que les anticipations faites par les analystes financiers surestiment en général les profits européens de 20 à 30 % car ils ne tiennent pas compte des changements du rythme de la conjoncture. Ce sont toutefois surtout les variations du taux d'actualisation qui provoquent des mouvements extrêmes car les chocs sur l'anticipation des taux d'intérêt dépendent de l'opinion du marché sur l'orientation de la politique monétaire qui conditionne le régime de crédit.

Cet environnement financier et le manque de contrôles efficaces ont permis un glissement vers ce que les auteurs intitulent l'ère Enron. Les manipulations, tricheries comptables et autres défaillances des audits, conduisent Michel Aglietta et Antoine Rebérioux à proposer une réforme de la gouvernance d'entreprise fondée sur plus de contrôles dans le but, « d'un côté d'introduire la

démocratie au coeur de l'entreprise pour y élaborer un intérêt collectif et en contrôler la mise en œuvre ; de l'autre de se doter des moyens de réguler la finance par la supervision de l'ensemble des industries financières et par une réforme des critères d'investissement de l'épargne collective ». Il s'agit donc de réformes louables mais délicates à implémenter dans un contexte de mondialisation.

Finance versus économie réelle

Ce qui nous a frappé dans les analyses des « Dérives du capitalisme financier » c'est l'importance accordée au monde de la finance par rapport à celui de l'économie réelle. A priori, ceci ne devrait pas être étonnant car il s'agit d'une œuvre de finance qui justement décrit des phénomènes de mimétismes et auto-référentiels, par définition dé-corréllés des phénomènes réels. A plusieurs reprises les auteurs rappellent le poids de l'incertitude dans les processus de décisions d'investissement ; ce qui est tout à fait normal lorsqu'il s'agit d'innovation ; l'entrepreneur n'ayant pas d'historique lui permettant d'établir des prévisions fiables comme pour un produit ancien.

Nous suggérons au contraire que les périodes de la bulle Internet et de celle qui précède se caractérisaient par une conjoncture baignant dans la certitude, au moins dans la partie réelle de l'économie. Ceci conduit à un paradoxe, celui d'une certitude du réel dissociée d'une incertitude dans la finance.

Lorsque l'incertitude gagne l'état d'esprit des investisseurs on assiste à deux phénomènes. D'abord un comportement d'hésitations qui se traduit par plus de temps passé à la réflexion et par le report de la décision d'investir ou de ne pas investir et par un filtrage des projets d'investissement par le critère d'un Objectif de Taux de Marge sur des profits anticipés qui sont difficilement probabilisables.

Le terrain technologique d'Internet ne date pas d'hier ; Le protocole de communication TCP/IP date de la fin des années 70 et très rapidement les universités et le Département de La Défense US l'ont adopté, le réseau Arpanet est né à cette époque. Depuis le milieu des années 70, le marché de l'informatique se développe rapidement et surtout **régulièrement** sans relation avec les cycles de conjoncture. Puis l'ordinateur personnel et domestique est apparu avec des perspectives continues de baisse de prix, ce qui s'est réellement passé. A partir des années 90 nous découvrons tous les jours de nouvelles applications fondées sur les technologies numériques. Toutes ces tendances stables, continues et historiques ont été autant d'éléments qui ont contribué à l'état de certitude dans lequel se trouvaient les investisseurs de la nouvelle économie des années 90. Ceux qui lançaient des start-up ne doutaient à aucun moment de la taille des marchés potentiel qu'ils voulaient conquérir. On peut toutefois nuancer cette affirmation car ce business émergent se caractérisait aussi par la nécessité de prendre des décisions très rapidement. Pour reprendre

un slogan d'un directeur d'un des trois premiers constructeurs informatiques, il fallait faire comme le chasseur de lapin, « tirer d'abord et viser ensuite, et si la cible est ratée, tirer à nouveau et ainsi de suite, jusqu'à ce que la cible soit atteinte ». Ceci voulait dire que le lancement de produit à cette époque devait parfois se faire sans étude de marché préalable, c'est à dire sans avoir une idée du marché car quelques mois d'études de marché risquait de compromettre l'objectif d'être le leader. Certes on peut objecter que l'absence d'étude de marché devrait être comprise comme une information imparfaite, en générale considérée comme cause d'incertitude. Il n'en reste pas moins que tout le monde était convaincu que le marché était « immense ». Il n'y avait donc pas à proprement parler incertitude car on était certain d'atteindre les objectifs des business plans. Par ailleurs, les Objectifs de Taux de Marge des start-up, et de nombre de produits lancés par des firmes importantes n'étaient pas très élevés. Ce qui corrobore notre hypothèse relative à la certitude. Les OTM le sont devenus par la suite au fur et à mesure d'une meilleure connaissance des limites du marché. Tout cela est cohérent, mais les financiers de banques qui sont censés apprécier le risque des investissements n'ont pas su ou pas pu faire preuve d'efficacité. Avec le recul on peut dire qu'ils ont été les victimes d'une vaste communication commerciale spontanée qui a très bien fonctionné dans un domaine qu'ils ne maîtrisaient pas vraiment. Alors, les phénomènes de foule, de mimétisme, de promesses de gains exagérées, d'engouements euphoriques se sont déclenchés en entraînant le surinvestissement que l'on sait.

L'incertitude génère des déséquilibres, l'excès de certitude aussi

Dans les Dérives du capitalisme financier, l'influence de l'incertitude apparaît dans plusieurs propositions d'analyse. La question fondamentale est de savoir comment l'interaction des anticipations intègre l'incertitude de l'innovation.

Au moment de l'acceptation des crédits, les banques sont soumises à « l'incertitude générale du cycle économique et à l'incertitude propre des entreprises auxquelles elles prêtent ; elles n'ont qu'une information imparfaite sur les facteurs de risques ».

Sur le marché boursier, l'incertitude relative aux profits futurs aboutit à l'interdépendance des anticipations. L'incorporation dans le prix de l'information, dont la recherche nécessite du temps et a donc un coût, passe par une interprétation subjective. L'intersubjectivité s'accroît avec la diversité des opinions et les agents doutent de leurs interprétations. La notion de moyenne perd de sa valeur et le mimétisme devient une force prépondérante. Tout le monde recherche une même opinion autoréférente qui peut se traduire par de l'instabilité. Mais l'incertitude s'applique aussi aux fluctuations des taux d'actualisation et aux probabilités de défaut des entreprises. « Il est donc essentiel de comprendre que l'incertitude des marchés et la méconnaissance des

profils de risque des investisseurs entraînent des profils de risque des investisseurs la très grande incomplétude du contrat de délégation. Pour la surmonter dans la mesure du possible, ces contrats sont marqués par la performance relative à court terme par rapport à des références. C'est la norme de la fonction de gestion déléguée ».

L'existence de l'incertitude dans la banque et à la bourse ne peut être considérée comme une révélation en soi. Tout au plus peut on dire qu'elle était plus forte pour les entreprises de la nouvelle économie que pour les secteurs traditionnels et l'explication de la bulle Internet nourri par l'incertitude sur la prévisions des profits futurs et amplifiée par l'effet de levier devrait être nuancée. Nous penchons plutôt pour l'explication médiatique et sociologique selon laquelle tout le monde était prêt à croire à des promesses de profits immenses, à posteriori insoutenables et « il est vrai que les banques d'affaires, les analystes, les conseillers, la presse financière y ont mis du leur pour mystifier les épargnants ». On pourrait ajouter que ces acteurs se sont eux même mystifiés en suivant, sans aucun esprit critique, l'engouement en vigueur dans l'économie réelle. Du côté de l'économie réelle, celle des responsables de lancement de nouveau business ou de start-up la certitude et la confiance étaient de mise. Dans le monde de la finance, on a **adopté** ces comportements de certitude, convaincus par les arguments vendeurs de ceux qui lançaient des projets et sous la pression de la nécessité de prendre une décision très rapidement. Au moment de la bulle Internet, rares étaient les sceptiques pouvant jouer le rôle de Cassandre ; nous évoquons Cassandre, la prophétesse grecque, à ne pas confondre avec le cassandre, « personnage de la comédie italienne, vieillard, berné par son entourage » (Larousse). Les cassandres n'ont donc pas écouté Cassandre condamnée par Apollon à prophétiser avec justesse sans être crue.

A propos de la prochaine bulle potentielle, s'agira-t-il de la biotechnologie ou de l'effet de la croissance en Chine ? Quand cela va-t-il arriver ? La bonne question à se poser sera alors de savoir si le chat échaudé craint l'eau froide ou au contraire s'il a perdu la mémoire. Dans les deux cas les économistes auront du grain à moudre, heureusement d'ailleurs.