

A Propos du livre « **LE GRAND MECHANT MARCHE : Décryptage d'un fantasme français** » d'Augustin Landier et David Thesmar, Flammarion 2007.

(Novembre 2008)

Augustin Landier (ancien élève de l'école normale supérieure, agrégé de mathématiques, diplômé du MIT, enseigne la finance à la New York University) et David Thesmar (X-Ensa, professeur associé HEC, "meilleur jeune économiste 2007") ont publié début 2007 un livre, appelé "Le grand méchant marché" présenté comme le « décryptage d'un fantasme français » – celui du dénigrement du rôle des marchés financiers.

Ce livre est, au contraire, une ode pratiquement sans réserve à ces marchés – il n'y est question que d'eux – dont les bienfaits ne profitent pas à la France, en raison de ses nombreux blocages et archaïsmes. Il a été réédité en février 2008, en format poche (pas cher : 6 €), c'est-à-dire à un moment où le monde de la finance était déjà clairement dans la tourmente – même s'il n'avait pas atteint encore la panique du mois de septembre. Ce livre est toujours vendu, comme si de rien n'était. Apparemment, rien ne peut ébranler la foi de nos deux auteurs.

Le postulat central : il faut laisser libre cours aux marchés financiers

On peut résumer la thèse centrale de Landier et Thesmar (L&T) par une phrase de leur conclusion :

" Les marchés financiers fournissent une technologie d'allocation des efforts et du capital. Interférer avec cette technologie est nuisible, car la logique des marchés est d'anticiper sur le futur : en définitive, les décisions qui maximisent la valeur actionnariale ne sont pas des lubies des spéculateurs mais celles qu'imposent les goûts des consommateurs et la concurrence sur le marché des biens ... Plus que jamais il est donc opportun de faire comprendre que le marché est avant tout une manière de donner la parole à la 'sagesse de la foule' plutôt qu'à l'arbitraire des décisions d'experts, une technologie de démocratie directe, en somme" (p 175).

D'où le conseil, que l'on retrouve dans l'édition de février 2008 :

"Il est indispensable d'encourager les Français à reprendre possession de leur outil de production en encourageant massivement la détention d'actions". (p 177).

D&T se posent en défenseurs du rôle de la finance et des financiers. Ils concluent la 4ème de couverture de leur livre par :

"Pour rendre au capitalisme sa légitimité, il faut faire des Français les acteurs à part entière d'un capitalisme financier dont ils doivent être les premiers bénéficiaires".

Puis donnent le conseil :

"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 retraites, qui pourra réconcilier nos citoyens avec l'économie, et leur assurer une prospérité partagée" (p 11).

Qui dit mieux ? Une foi aveugle dans les marchés, même en pleine débâcle. Pour la justifier, L&T se réfèrent à quelques travaux académiques qui iraient dans leur sens – bien que ce ne soit pas vraiment le cas, leur position étant par trop caricaturale.

"Les prix [des titres] sont justes, à moins de 1% près"

Le premier chapitre est une défense sans réserve du rôle de la finance, qui permettrait de révéler le "juste prix" des entreprises.

L&T écrivent ainsi, à propos du manuel *Neoclassical Finance* de Steve Ross (une des pointures mondiales en finance théorique), publié en 2004 :

"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. Ross propose donc d'additionner les profits des hedge funds, ce qui lui permet de mesurer l'écart entre le prix de marché et le véritable prix des titres mal évalués. Il 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"(p 27).

On ne saura jamais ce qu'est le « véritable prix », ou le « juste prix », des titres. Et pour cause : personne ne le sait ni prétend le savoir. On peut y voir une preuve dans le débat actuel – suite à l'effondrement des Bourses – sur la façon d'évaluer les actifs détenus par les banques, le « prix du marché » étant maintenant accusé de toutes parts d'avoir précipité la crise, à la hausse comme à la baisse. Les gouvernements mettent en place partout des commissions pour voir comment trouver une évaluation raisonnable des entreprises, sans qu'une réponse claire – ou même largement majoritaire – se dégage. L&T semblent l'ignorer, aveuglés par leur foi dans les marchés qui fourniraient une évaluation exacte « à 1% près ».

L&T sèment en outre la confusion, en associant l'idée de « juste prix » avec celle d'absence d'opportunité d'arbitrage, alors qu'elles n'ont rien à voir l'une avec l'autre. On peut se trouver dans une mégabulle, ou au fond d'un krach, avec des prix aberrants, sans qu'il y ait pour autant des opportunités d'arbitrage (la possibilité d'un gain certain par l'achat et la revente d'un titre). Ross montre l'absence de possibilité d'arbitrage, ce qui n'a rien de choquant, mais se garde bien de parler de juste prix – notion bien trop floue et subjective comme pour pouvoir faire l'objet de mesures sur lesquelles (presque) tout le monde s'accorderait.

L&T insistent, pour ceux qui n'auraient pas bien compris :

"La leçon du professeur Ross est que les profits récoltés par les '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" (p 28).

Au lecteur d'imaginer ce qu'est "la valeur économique" d'une entreprise. Quant aux « spéculateurs rationnels », leur rôle est de profiter des opportunités d'arbitrage (ce qu'on appelle les « anomalies » des marchés) et non d'établir cette « valeur économique » dont ils n'ont pas la moindre idée – et dont ils s'en fichent, d'ailleurs.

Emportés par leur enthousiasme, D&T ne peuvent réprimer un cri d'amour pour les marchés :

"Les marchés sont si efficaces, les prix si justes, que le talent des gestionnaires d'épargne collective en devient imperceptible".(p 28).

Enfin, pour ceux qui ne seraient pas encore convaincus, l'argument massue :

"Hors les hedge fund, 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"(p 28).

On se demande comment les « petits » hedge funds peuvent « faire de l'argent » face à cette armée, mobilisée avec ses puissants ordinateurs dans les salles de marché des grandes banques. Mais passons...

L&T ne peuvent toutefois ignorer l'existence de bulles. Celles-ci ont droit à moins d'une page de leur livre, où il est dit que le marché continue à faire son travail efficacement, malgré elles :

"Même pendant ces périodes de surévaluations globale, les financiers continuent à comparer les entreprises entre elles efficacement ... Même en période de crise, 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" (p 30).

En résumé : les marchés financiers sont un endroit où on ne fait pas, dans l'ensemble, de profits (on se demande alors pourquoi tellement de gens s'y précipitent !) et dont l'activité permet l'affectation optimale des ressources. Ils opèrent comme une sorte de super main invisible, les hedge funds ayant pour rôle, telles des fourmis, de nettoyer des rares miettes qu'ils peuvent laisser traîner, de ci, de là.

Le reste du livre est destiné à montrer, par une revue historique simpliste et sélective, les dégâts causés par les archaïsmes français, qui empêcheraient aux marchés financiers d'exercer leur action hautement bénéfique. Avec un thème récurrent : il faut leur confier au moins une partie des sommes destinées aux retraites système par répartition.

Une obsession : confier les retraites aux marchés financiers

Le thème du système des retraites obsède L&T. On le trouve tout au long du livre, dont la dernière phrase est :

"selon un sondage récemment mené par l'IFOP, un système de financement mixte a la préférence des français. L'opinion est prête : il faut saisir l'occasion" (p 177).

Les mauvaises langues diront : Lantier et Thesmar enseignant la finance, ils songent aux places pour leurs élèves qui pourront gérer la capitalisation. Il est vrai qu'on peut considérer que "à très long terme", les deux systèmes sont équivalents (si on ne tient pas compte du caractère éventuellement plus redistributif de la répartition), SAUF en ce qui concerne les coûts de fonctionnement, nettement plus importants en ce qui concerne la capitalisation telles que l'envisagent L&T : il faut bien payer les financiers qui "gèrent" les actions, l'armée de mathématiciens et informaticiens, les beaux immeubles, les publicités dans les médias et les rémunérations bien plus qu'honorables de toutes ces personnes !

L&T ne proposent pas de liquider la répartition, sans doute parce que cela irait trop à contre courant, les esprits ayant été refroidis depuis la fin de la hausse boursière des années 1980-90 (où la génération du baby boom était à son apogée), et cela même avant l'effondrement actuel des Bourses. Ils se contenteraient d'un « système de financement mixte ». Car, pour eux,

« la seule solution est une profonde réforme du financement de nos retraites. On ne peut pas encourager les français à investir toute leur épargne dans une seule entreprise, mais on peut les convaincre qu'un investissement de très long terme dans les actions de toutes les entreprises fournira un complément utile et peu risqué au système par répartition" (p 177).

L&T ne disent jamais clairement que la capitalisation a un rendement plus élevé que la répartition – comme tout le monde le faisait à la fin des années 90, au sommet de la bulle boursière 1980-2000 –, mais en parlant de « seule solution » qui « fournira un complément utile » ils le suggèrent fortement. Parce que, sinon, pourquoi modifier le « système de financement » actuel, par répartition, qui *n'interdit nullement* aux « français » d'acheter des actions ? Ce qu'ils font d'ailleurs, directement ou en souscrivant à des Sicav et à des contrats d'épargne vie.

Pour justifier leur position, ils avancent un argument auquel les auteurs du rapport du Conseil d'analyse économique sur les retraites de 1999 (*Epargne et Retraites*, La documentation française) n'avaient même pas songé, et qui sonne de façon particulièrement étrange de nos jours (au moment de la publication de leur livre) : la répartition serait (très) risquée :

"Le système de retraites par répartition revient à 'forcer' les français à détenir une partie importante de leur richesse sous forme d'actif risqué (leurs 'droits' futurs)" (p 154).

En outre, elle serait « peu efficace » – sans qu'on sache ce que cela signifie exactement – « en période de faible croissance » (comme c'est le cas actuellement) :

"Au total, le financement de nos retraites par répartition, en plus d'être peu efficace en période de faible croissance économique, a donc abouti à écraser la demande d'actions des français » (p 155).

Cette absence d'efficacité en période de faible croissance serait « prouvée » dans le cadre d'un modèle macroéconomique « à agent représentatif » aux hypothèses farfelues. Le simple bon sens suffit pour prouver qu'il n'en est rien. Mais L&T se contentent de renvoyer à des articles que personne ne lira (en anglais, si possible ..). En fait, et curieusement, leur argument principal pour justifier le recours à la capitalisation consiste à faire feu de tout bois, en chatouillant même la fibre chauvine.

Le recours à la fibre chauvine

Quelques citations :

"l'absence de fonds de pensions français fait de notre pays la terre d'élection des investisseurs étrangers" (p 11).

"Il était donc fatal que les réformes financières des années 1980, parce qu'elles ont été accompagnées d'un statu quo sur le financement des retraites, conduisent à donner les clés des entreprises françaises à des investisseurs étrangers" (p 155).

"Notre système de retraites ne créant pas les conditions d'une épargne en actions, ce sont des investisseurs étrangers qui ont acheté nos entreprises" (p 168)

L'insistance de L&T sur l'histoire des investisseurs étrangers a de quoi étonner, puisque la thèse centrale du livre est que l'action des marchés financiers est bénéfique, car elle est efficace et permet de révéler le « juste prix » des titres, la « vraie valeur » des entreprises, etc. L&T s'en prennent notamment à l'idée très répandue que les divers « fonds d'investissement » ont une politique qui relève du seul court terme – ce en quoi ils ont en bonne partie raison. Leurs arguments sont valables indépendamment de la nationalité des détenteurs de ces fonds. Tous cherchent, évidemment, le profit maximum, mais en tenant compte d'une multitude de facteurs – ou intervient aussi bien le court terme que le long terme. Pourquoi alors insister tellement, à propos des retraites, sur les « investisseurs étrangers qui ont acheté nos entreprises » ? La seule réponse qu'on peut avancer est que L&T reprennent les arguments des gens qu'ils critiquent tout du long de leur livre (interventionnistes de tout poil, altermondialistes, etc.) – en jouant sur leur profonde aversion aux fonds de pension étrangers qui « dépècent » le entreprises, mettent leurs employés à la porte tout en exigeant un rendement « d'au moins 15% » – pour les rallier à la cause de la capitalisation. Cause tellement sacrée qu'elle mérite qu'on prenne quelque liberté avec la cohérence.

L&T ne soufflent mot, en revanche, sur l'essor des entreprises françaises à l'étranger, y compris aux Etats Unis, où elles occupent une place de premier plan, notamment dans le BTP, l'automobile, l'agro-alimentaire, l'hôtellerie. Quoi de plus significatif que le fait que la société qui gère Wall Street ait été achetée par la Bourse de Paris ? L&T se gardent tout autant de rappeler que le taux d'épargne des français est incomparablement plus élevé que celui des américains – devenu même négatif ces dernières années. Car seule l'épargne est source d'investissement productif et d'accumulation.

L&T jouent en réalité sur les apparences, sur le fait que les fonds de pensions brassent une grande quantité de titres. Mais, il suffit de réfléchir un peu pour comprendre qu'en régime de croisière, quand la capitalisation existe depuis au moins deux générations, à tout moment il y a des titres qui sont achetés avec l'argent des cotisants en activité *et* d'autres (ou les mêmes) qui sont vendus, pour payer les retraites des cotisants de la génération précédente. Ce qui rentre d'un côté sort de l'autre. Il se peut qu'une multitude d'achats et de ventes de titres aient lieu – avec commissions à l'appui – mais pour finalement pas grand chose, puisque ces transactions ne font que « faire circuler du papier », sans impact réel sur l'investissement ou la consommation. Il se peut donc que des fonds américains achètent des actions en France, toutes en en vendant dans leur propre pays à des entreprises ou à des investisseurs français.

L&T passent sous silence cet aspect important des choses, qui ne va pas avec l'image convenue de l'archaïsme des français (leurs « fantasmes » anti-marché). Ils oublient de signaler le fait notoire que les Etats Unis sont, globalement, plus vendeurs qu'acheteurs – conséquence du déficit prolongé de leurs échanges extérieurs. Ce qui n'est pas le cas de la France.

Reste enfin la fameuse « industrie » financière, qui ne fait que pomper sur les ressources produites par la société – en particulier, dans les ressources de ceux qui cotisent dans le cadre de la capitalisation. Ce que veulent L&T, c'est que ce « pompage » ait lieu à Paris comme il se fait à Londres ou à New York. Les retraités français ne gagneraient évidemment rien à l'opération – ils perdraient les sommes pompées par cette « industrie » parasite. Suivre les conseils de L&T reviendrait à augmenter le nombre de ceux qui vivent sur leur dos. Leur seul avantage serait de se faire tondre par des gens bien de chez nous ...

En bref, la lecture de ce livre est très décevante : on aurait pu s'attendre à y trouver une défense intelligente, nuancée, des marchés financiers et de la capitalisation, ce qui aurait pu donner lieu à réflexion et discussion. Or on se trouve devant un pamphlet, qui assène des arguments d'autorité, avec une thèse trop grosse pour être crédible (l'efficacité sans réserve des marchés financiers, les « prix justes à 1% près » !) et une analyse biaisée et superficielle de la société française.

Il est attristant de constater que nos grandes écoles scientifiques peuvent former – à grand frais pour la société – des personnes qui finissent par produire de telles inepties.