

ANALYSES

Un consensus antilibéral PAR AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR (*)

Pourquoi les Français se méfient-ils des marchés ?

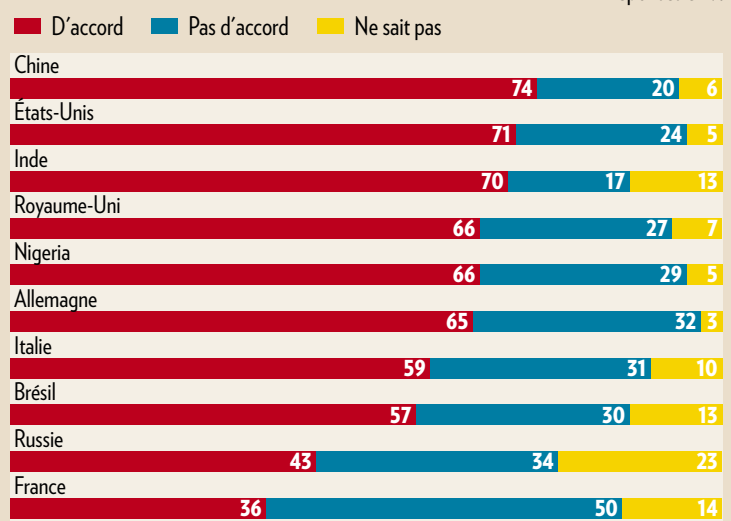
Les marchés financiers sont perçus dans l'Hexagone comme négatifs pour l'économie. Une hostilité née de la perpétuation du modèle d'économie mixte issu des Trente glorieuses.

En ces temps de campagne électorale, il est un thème sur lequel, à droite comme à gauche, une majorité de Français s'accordent dans un rare unanimité : les dangers du capitalisme financier. Tous nos candidats à la présidence s'insurgent en chœur contre sa brutalité. Même le plus libéral d'entre eux déclarait récemment : « *Qui peut tolérer qu'un hedge fund achète une entreprise grâce à des emprunts, licencie 25 % des salariés pour les rembourser et la revende par appartements ? Pas moi.* »

L'État apparaît pour beaucoup comme seul garant d'un développement respectueux des équilibres économiques et sociaux. Alors, dirigisme, libéralisme ou troisième voie ? Loin de cette querelle théologique, de nombreux travaux évaluant les effets du marché et des politiques publiques concluent que, dans certains cas, encadré par une bonne réglementation, le marché fonctionne mieux que tous les comités d'experts et autres planificateurs les mieux intentionnés. Dans d'autres cas, telle intervention publique est efficace, mais telle autre est pire que le mal auquel elle cherche à porter remède.

Fonds d'investissement. Prenons l'exemple des fonds d'investissement. L'imagerie populaire, relayée par les médias, en fait les vautours du capitalisme, à l'affût d'entreprises qu'ils vident de leur savoir-faire et de leurs emplois avant de les revendre, exsangues, au plus offrant. Les études montrent au contraire que les entreprises cibles de ces opérations deviennent plus productives mais pas au détriment de l'emploi, favorisant même l'augmentation des salaires, surtout pour les cols bleus. Et si le fonds d'investissement réalise une importante plus-value à la revente, c'est parce que l'entreprise est devenue plus rentable. Ces investisseurs n'achètent pas en ef-

SONDAGE : LE SYSTÈME DE LA LIBRE ENTREPRISE ET DES MARCHÉS LIBÉRALISÉS EST-IL LE MEILLEUR POUR DÉVELOPPER L'ÉCONOMIE MONDIALE ? réponses en %



Source : Université du Maryland

fet des entreprises pour les détruire, mais parce qu'ils pensent pouvoir en améliorer la gestion, en finançant si besoin leurs restructurations ou leur développement.

L'ÉTAT APPARAÎT POUR BEAUCOUP COMME SEUL GARANT DES ÉQUILIBRES ÉCONOMIQUES ET SOCIAUX.

Autre reproche fait au marché : le court terme qu'il imposerait aux chefs d'entreprise, désormais l'œil rivé aux résultats trimestriels et au cours de Bourse, en les poussant à délocaliser, licencier, par l'exigence d'une rentabilité immédiate — la fameuse « dictature des 15 % » — au détriment de l'investissement et des projets industriels de long terme. Or, les données statistiques montrent que la Bourse et les fonds de private equity sont capables d'investir dans des projets de longue haleine, comme les biotechnologies, qui ne deviendront profitables qu'après dix ans. En effet, le prix auquel se revendent les parts de ces entreprises incorpore les profits futurs de l'entreprise.

Les OPA hostiles représentent un autre exemple emblématique. Il est communément admis que ces opérations agressives sont néfastes aux en-

treprises, à leurs salariés et à leurs actionnaires. Or, les études montrent que les OPA hostiles des années 80 aux États-Unis visaient à redresser des entreprises avant tout mal gérées. Les actionnaires se sont enrichis grâce à l'amélioration de la gestion, et marginalement grâce aux réductions d'effectifs. Le verdict statistique est donc clair : il est préférable de s'en remettre à l'intelligence des actionnaires plutôt qu'aux intuitions des équipes dirigeantes ou au bon sens des cabinets ministériels.

Innover pour croître. Au final, pourquoi les Français sont-ils hostiles à la finance ? Après tout, la France des années 20 était un pays libéral, anti-tatarien, où la classe moyenne épargnait en actions. C'est en fait de l'après-guerre que date la foi dans les vertus du dirigisme. Le succès de la reconstruction rapide de notre pays dévasté, sous la houlette d'un État planificateur, nous a convaincus que les clés de la croissance résident dans ce type de système. La centralisation des décisions économiques dans l'appareil d'État, parfaitement adaptée au contexte de rattrapage des Trente glorieuses, n'est plus une solution aujourd'hui, où la France doit innover pour croître. Un constat qui peine à s'imposer, car notre capitalisme sans capitalistes nous a désintéressés de notre propre croissance : les dividendes de nos succès industriels — en grande partie les champions du CAC 40 — reviennent pour l'essentiel aux actionnaires étrangers. Aussi, la réconciliation avec le marché passe par une réappropriation par les Français du capital de leurs entreprises qui les rendrait enfin acteurs et non spectateurs inquiets du capitalisme. ■

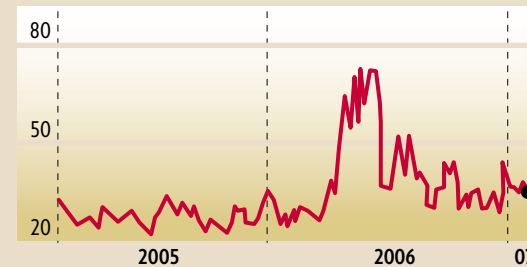
(*) Maître de conférences à l'université de New York et professeur associé à HEC. Ils publient « *Le Grand Méchant marché : décryptage d'un fantôme français* » (Flammarion).

La chronique de la volatilité

PAR LAURENT ROUSSEL (*)

Le métal rouge rebondit grâce à l'empire du Milieu

LA VOLATILITÉ IMPLICITE DU CONTRAT À TERME DU CUIVRE en %, à trois mois



Source : Bloomberg

En s'octroyant près de 15 % depuis le 8 février, le cours du cuivre a enrayé sa baisse entamée en mai 2006. Les spéculateurs réduisent leurs positions jouant la baisse, le Nouvel An chinois fêta la semaine dernière n'étant pas totalement étranger à leur nervosité. En effet, cette période est habituellement propice aux nouveaux programmes de production pour les industriels chinois. Alors que les stocks de cuivre y ont été divisés par trois depuis l'été, cette perspective de reconstitution a entraîné le retour d'une prime sur le cours des contrats à terme (« futures ») cotés à Shanghai par rapport à ceux traités au LME de Londres. La disparition

LE MARCHÉ ÉCHAPPERAIT AU DÉFICIT SEULEMENT SI LA PRODUCTION PROGRESSAIT DE 7 %.

des craintes des producteurs est également perceptible via les marchés d'options. Ainsi, la volatilité implicite issue des options à trois mois sur le futur cuivre a diminué de moitié le début de la correction, illustrant leur moindre intérêt aujourd'hui pour les instruments de couverture. À court terme, le rebond des cours pourrait même se poursuivre. En effet, l'équilibre offre/demande restera précaire en 2007. Selon les estimations de l'équipe Métaux d'Exane, le marché échapperait au déficit seulement si la production progressait de 7 % et si les perturbations (grèves, catastrophes naturelles, etc.) se limitaient à 1 % du volume total produit, contre 3,9 % en 2006. À plus long terme, deux visions s'affrontent. Il y a peu de chances de voir la consommation diminuer, alors qu'elle ne représente plus que 35 % de sa moyenne sur les quinze dernières années. En revanche, l'incertitude est plus forte sur la hausse des capacités de production, utilisées à plus de 80 %, les investissements des producteurs ayant été divisés par trois depuis le début de la décennie. Outre cette pénurie de nouveaux projets, l'appréciation des devises locales face au dollar, notamment celle des dollars australien et canadien, est venue alourdir les coûts de production depuis 2003. En fonction de la probabilité de réalisation de certains grands projets, l'offre pourrait dépasser sensiblement la demande, mais pas avant... 2010. ■

(*) Directeur adjoint de la recherche dérivés chez Exane

LA VOLATILITÉ DES INDICES

Indice	Volatilité implicite 3 mois (%)	Variation de la VI sur 1 semaine (points)	Volatilité historique 3 mois (%)
CAC 40	13,6	-0,4	11,7
Euro Stoxx 50	13,3	-0,4	11,2
FTSE 100	12,4	0,3	9,1
Nasdaq 100	15,5	-0,5	12,7
S&P 500	13,9	-0,1	7,3
Nikkei 225	16,3	0,3	10,4

Données au 22 février 2007.

Source : Exane

UNE SINGULARITÉ PARMIS LES AUTRES PAYS

Le plus intrigant dans le consensus français hostile au capitalisme financier et favorable à un certain retour au dirigisme est son exotisme. Plus que les autres nations, les Français pensent que « la concurrence est une mauvaise chose, qu'elle stimule ce qu'il y a de mauvais en l'homme » : sur cette question, posée par les enquêteurs

du World Value Survey, les Français arrivent en quatrième position (sur 60) des pays les plus anti-capitalistes. Un sondage mené par l'Université du Maryland (voir graphique) confirme la défiance de nos compatriotes, puisque même les Argentins, après plusieurs années de crise effroyable, croient plus en l'économie de marché que nous.