

Plaidoyer pour une efficacité contrôlée

*par Michèle Debonneuil
Commissariat général au plan*

Depuis une vingtaine d'années, dans la plupart des pays du monde, les marchés boursiers ont connu une croissance beaucoup plus rapide que celle de la valeur de la production. Progressivement, et avec une ampleur plus ou moins marquée selon les pays, le partage du revenu a eu tendance à se déplacer en faveur des profits. Les pays qui ont su créer de l'emploi ont dû accepter une évolution plus faible des salaires liée, non à un mouvement général des salaires individuels, mais à une montée des inégalités s'accompagnant d'une augmentation de la part des emplois précaires et mal rémunérés.

Dans les pays en développement, des crises financières graves se sont succédées. Dans les pays développés, des baisses de cours brutales, mais de courte durée, ont jusqu'à présent suffi à corriger la surévaluation des bourses.

De telles évolutions sont difficiles à évaluer, car pour cela il faut faire le bilan entre des évolutions extrêmement favorables pour certains acteurs ou secteurs économiques et extrêmement défavorables pour d'autres. Ces évolutions résultent d'une nouvelle organisation micro économique de la production qui s'impose progressivement à l'ensemble du monde. Elle consiste à rechercher systématiquement une efficacité accrue. Elle apporte un nouveau ressort à la croissance mondiale. *Néanmoins la recherche d'efficacité est aujourd'hui excessive et conduit à un risque d'écartèlement des différents groupes de la société* (pays, entreprises, salariés...) confrontés à des situations trop différentes.

Les politiques macro économiques ne sont donc pas, comme on le croit souvent, directement responsables des crises. Elles sont seulement impuissantes à corriger les dysfonctionnements nés d'une situation nouvelle de recherche systématique d'efficacité. Dans ce contexte, *le rôle de l'Etat devrait être de favoriser la recherche d'un juste milieu* entre une intervention excessive et archaïque de la puissance publique, entravant trop fortement les mécanismes de marché, et une confiance excessive dans la capacité des seuls mécanismes de marchés à maximiser le bien-être collectif.

*

Créer de la valeur

Décrivons tout d'abord ce nouveau paradigme de “ *création de la valeur* ” qui a ouvert l'opportunité d'une plus forte croissance, en même temps qu'il a apporté les risques d'excès précédemment évoqués. L'actionnaire s'applique à optimiser en permanence son portefeuille d'actifs en vue d'obtenir le meilleur rendement compatible avec le risque qu'il accepte de prendre. Simultanément, les dirigeants des entreprises sont incités à gérer le développement et l'organisation de leurs projets de façon à proposer aux actionnaires les placements les plus rentables possibles, sans pour autant présenter des risques trop importants. Pour ce faire, les dirigeants des entreprises s'appliquent à augmenter le rendement des fonds propres de leur entreprise en accroissant l'excédent brut d'exploitation. Si le prix et la marge sont fixés par la concurrence, cet accroissement de l'excédent brut d'exploitation passe par une réduction des coûts de production. Il peut aussi se faire que la mise sur le marché de nouveaux produits ou variétés de produits permettent de dégager des marges, avant que l'entrée sur le marché de nouveaux producteurs viennent les éliminer.

Il est vrai que les occasions permettant d'accroître l'excédent d'exploitation des *entreprises* se sont multipliées depuis le début de la décennie 80. D'une part, la mondialisation a permis d'accroître la taille des marchés sur lesquels les coûts fixes ont pu être amortis. D'autre part, la généralisation de la flexibilité, sur le marché du travail en particulier, a permis d'éviter que les coûts ne subissent trop les aléas de la demande. Enfin, la forte demande de différenciation des produits venant de consommateurs ayant satisfait leurs besoins de base, a permis de segmenter les marchés. Les entrepreneurs ont alors pu se tailler de petits monopoles locaux sur lesquels il leur est possible de “ faire ” des marges, avant que la libre entrée des concurrents ne les élimine.

Du côté des *actionnaires*, la gestion de leur portefeuille d'actifs a pu se faire de façon plus efficace qu'auparavant. De moins en moins d'actionnaires gèrent directement leur portefeuille. Ces actionnaires sont d'ailleurs beaucoup plus fréquemment qu'auparavant des salariés rémunérés sous forme de stocks options. N'ayant pas de compétence particulière pour gérer le revenu issu de cette nouvelle forme de rémunération, ils en ont confié la gestion à des gérants professionnels. Les ménages ont ainsi accédé, via la diversification de leurs portefeuilles, à des rendements plus élevés pour un risque donné. Par ailleurs, le professionnalisme des gérants leur procure un meilleur accès à l'information qui réduit encore le risque. La plus grande part des actionnaires se trouve ainsi représentée par un petit nombre de gérants professionnels puissants qui ont constitué pour eux des portefeuilles diversifiés.

Dès que l'actionnaire est prêt à prendre un minimum de risque, le gérant lui propose d'introduire dans son portefeuille une petite dose de placements à hauts rendements et à hauts risques, sous forme, soit de placements dans des “ start-up ”, soit de placements dans des pays en développement. Des gains exceptionnels peuvent en effet être obtenus sur ces produits, sans risques excessifs, dans la mesure où les gérants sont capables de les limiter par une forte diversification des portefeuilles, et en raison de la faiblesse des parts des patrimoines ainsi investis. Ces financements sont bienvenus puisqu'ils permettent de financer des investissements à fort potentiel et fort risque qui ne pourraient pas l'être autrement.

L'essentiel des placements en actions se porte néanmoins encore sur des valeurs de sociétés matures moins risquées que les investissements dans les pays en développement ou dans des valeurs de haute technologie. Le gérant choisit celles qui présentent le meilleur rapport rendement-risque. Les dirigeants d'entreprises matures se voient incités à conformer

leurs performances à ce que l'on peut trouver de mieux au monde dans leur secteur, sous peine de voir leur entreprise délaissée par les investisseurs.

La course à la baisse des coûts et à la recherche de marge commence. Elle passe par des réorganisations permettant des réajustements d'effectifs par licenciement, et par des réorganisations du capital au travers de rapprochements divers (fusions, acquisitions, OPE, OPA...). Ceux-ci permettent de développer les synergies entre entreprises et d'atteindre la taille critique correspondant à un marché devenu mondial.

Au début de ce processus, les gisements d'inefficacités sont importants et permettent une augmentation des profits plus importante que celle de la production. Ceci se traduit par un déplacement du partage de la valeur ajoutée en faveur des profits. Si ce surcroît de rendement n'entraîne pas d'augmentation du risque (ce qui est souvent considéré comme acceptable par les marchés), la capitalisation boursière augmente comme les profits, c'est-à-dire plus vite que la valeur ajoutée.

*

Faire des plus values

A ce stade, on comprend bien les bienfaits apportés par le nouveau paradigme de la recherche systématique de valeur par une efficacité accrue. Mais *une telle organisation a toute chance de dériver vers une recherche excessive de plus value.*

D'une part, le rapport de forces est de plus en plus défavorable aux salariés, et de plus en plus favorable aux actionnaires. En effet, les salariés ne constituent plus un ensemble aux intérêts homogènes. Les salariés qui perçoivent des stocks options sont autant des actionnaires que des salariés. Les autres ne sont pas en position de négocier, car ce sont ceux qui risquent d'être licenciés les premiers pour continuer à améliorer le rendement du capital. Les actionnaires sont donc en mesure de demander et d'obtenir un rendement du capital excessif.

Certes, à terme une telle exigence finira par se retourner contre les actionnaires en limitant l'investissement aux seuls projets très rentables. Mais si l'on se réfère aux excès de rémunération du travail connus après les chocs pétroliers, on a vu qu'ils peuvent durer pendant des années avant que les réductions en retour sur la demande de travail ne se manifestent.

Par ailleurs, pour les actionnaires ayant des horizons de placement très longs, par exemple pour des gérants de fonds de pensions, une grande partie de leurs fonds (celle qu'ils n'ont pas besoin de vendre avant de nombreuses années) n'est pas sensible à une forte baisse passagère des marchés. Même pour les actionnaires ayant des horizons de placements plus courts, les gérants se sont organisés pour subir le moins possible les conséquences de fortes chutes des cours. En effet, les gérants placent la quasi totalité des fonds qu'ils gèrent sur des indices de référence. Leur performance commune est alors celle des indices, à la hausse comme à la baisse. En France, la plupart des fonds investissent 90% de leurs capitaux sur la gestion indicielle, et n'utilisent les 10% restant pour faire des placements hors indices que lorsque le risque de baisse est limité. La sanction de la qualité de la gestion ne passe

pratiquement plus par des pertes de parts de marché du gérant par rapport à ses concurrents.

Ce comportement a deux conséquences. D'une part, le gérant ne court qu'un risque minime à laisser les cours monter jusqu'à des niveaux risquant de nécessiter des ajustements violents. D'autre part, il conduit à une ruée sur les indices les plus connus, ce qui contribue à les faire monter au détriment d'autres valeurs jugées moins intéressantes uniquement parce qu'elles ne sont pas dans l'indice. Ainsi depuis le début de 1994, l'indice Dow Jones a augmenté de 70% de plus que l'indice des 2000 valeurs (Russell 2000 Index). Ces indices perdent alors toute représentativité ; concentrant une grande partie des placements, ils connaîtront des évolutions plus heurtées que celles qu'aurait connu l'ensemble de la capitalisation si l'épargne s'était répartie plus largement entre les sociétés de l'indice et celles qui sont hors indice. Enfin, cette gestion conduit à une allocation des fonds excessivement concentrée sur les sociétés de l'indice, qui n'est pas forcément optimale à terme.

Au total, on observe des conséquences néfastes aussi bien sur les placements les plus risqués que sur les placements dans les secteurs plus matures. Les placements risqués, sur les start-up et les marchés boursiers des pays en développement, font périodiquement l'objet d'une demande excessive. En effet, dès que ces marchés risqués à fort potentiel semblent connaître le développement rapide qui les caractérise lorsque les conditions sont favorables, les investisseurs anticipent la croissance très forte que doit connaître leur capitalisation. La petite fraction des énormes portefeuilles mondiaux placés sur des valeurs risquées pour doper le rendement moyen, se concentre sur ces marchés prometteurs dont la profondeur est limitée. La progression anticipée des cours se réalise et s'amplifie souvent jusqu'à des niveaux absurdes. En effet, la juste valorisation de ces placements sur des marchés nouveaux est difficile à apprécier, d'autant que cette envolée de la valorisation s'accompagne souvent d'une réduction drastique du risque perçu. Lorsque la survalorisation est manifeste, le retrait est général et massif. Il entraîne alors, surtout dans le cas des pays en développement de graves difficultés de financement qui les obligent à passer par des phases récessives leur permettant d'ajuster leur demande de capitaux à une offre réduite. La volatilité de ces marchés ne peut qu'être très forte, alors même que leur développement naissant et donc fragile nécessiterait une grande stabilité.

Les retraits de ces marchés ne posent pas de problèmes majeurs pour les investisseurs, compte tenu des faibles montants concernés. Il est en effet possible de les déplacer sur un autre gisement de valeurs à fort potentiel et à fort risque, s'il en existe quelque part dans le monde à ce moment là. Sinon, il est toujours possible de se replier sur la base d'investissement que constituent les entreprises matures des pays développés jugées les plus performantes, dont les cours vont alors augmenter.

En ce qui concerne les entreprises matures des pays développés, le fait de devoir se maintenir dans le peloton de tête pour bénéficier des meilleures conditions de financement, mais aussi de tous les avantages qui accompagnent le fait d'être insérée dans l'indice de référence, entraîne des conséquences qui nous semblent dommageables à terme. En effet, d'une part ces entreprises sont obligées de limiter leurs coûts au strict minimum, conduisant par exemple à des regroupements rapides et radicaux avec une visibilité parfois réduite, mais obligeant surtout au jour le jour à une gestion de la main d'œuvre dont le caractère optimal n'est pas évident. En effet, les salariés, en nombre minimal, travaillent avec des contraintes de productivité extrêmement fortes impliquant non seulement à des horaires très flexibles, mais aussi de vivre dans un climat d'inquiétude permanente par crainte de devoir quitter l'entreprise pour la rendre plus rentable. On peut se demander où est le seuil au-delà duquel

une telle pression crée de l'inefficacité au lieu de l'efficacité recherchée.

Les salariés éjectés de ces entreprises condamnées à créer toujours plus de valeur, se retrouvent soit au chômage dans les pays où la protection sociale est élevée, soit avec des conditions de rémunérations très précaires dans les pays laissant jouer les lois du marché.

*

Dans les pays en développement, on perçoit désormais l'incapacité de cette forme de développement fondée exclusivement sur la recherche de valeur à court terme à élever le niveau de vie de l'ensemble de la population.

Dans les pays développés la prise de conscience mettra plus longtemps à se faire. Il apparaîtra progressivement que la société se fracture, donnant aux plus favorisés une vie de stress et des conditions de travail très dures mais les rémunérant largement pour les risques et la peine qu'ils prennent, et laissant sur le côté du chemin du développement une partie croissante de la population rejetée dans la précarité.

Abstract :

The Stock Exchange markets since twenty years in terms of evolution , have passed beyond production. The search for an increased effectiveness is imposing itself progressively as a new micro-economic organization of the production. But it is excessive.

On one side, the share-holders wish to obtain the best outputs possible, on the other, the managers try to reduce the production costs or to create new products.

« Start ups » or developing countries may seem to be more attractive to investors .The gains are proportional to the risks taken.

On the contrary , most investments are realized upon « mature firms ».The managers of the latter ones are obliged then to show that their firm is the best one in their sector. Thus, begins the race for lower costs and the search for more important margins. Many techniques can be used to reach such aims : downsizings, mergings...In this fight for increase in value, the position of the workers is inevitably disadvantaged.