

**Soirée-Débat  
"Les Invités"**

*organisée grâce aux parrains  
de l'École de Paris :*

Accenture  
Air Liquide\*  
Algoé\*\*  
ANRT  
AtoFina  
Caisse des Dépôts et Consignations  
Caisse Nationale des Caisses  
d'Épargne et de Prévoyance  
CEA  
Centre de Recherche en gestion  
de l'École polytechnique  
Chambre de Commerce  
et d'Industrie de Paris  
CNRS  
Cogema  
Conseil Supérieur de l'Ordre  
des Experts Comptables  
Danone  
Deloitte & Touche  
École des mines de Paris  
EDF & GDF  
Entreprise et Personnel  
Fondation Charles Léopold Mayer  
pour le Progrès de l'Homme  
France Télécom  
FVA Management  
IBM  
IDRH  
IdVectoR\*  
Lafarge  
PSA Peugeot Citroën  
Reims Management School  
Renault  
Saint-Gobain  
SNCF  
Socomine\*  
THALES  
TotalFinaElf  
Usinor

\*pour le séminaire  
Ressources Technologiques et Innovation  
\*\*pour le séminaire  
Vie des Affaires

(liste au 1<sup>er</sup> février 2002)

**LES CYCLONES FINANCIERS**

avec

**Pierre-Noël GIRAUD**

Professeur d'économie à l'École des mines de Paris  
Auteur du livre *Le commerce des promesses,  
petit traité sur la finance moderne*, Le Seuil

commentaires de

**Alain BOKOBZA**

Responsable de la Stratégie  
Département d'analyse financière  
de la Société Générale

**Christian de BOISSIEU**

Professeur d'économie  
à Paris I Panthéon-Sorbonne

débat animé par

**Michel BERRY**

École de Paris du management

Séance du 8 octobre 2001

Compte rendu rédigé par Corentin Curchod

**En bref**

La finance moderne, comme la météorologie, a mis au point des méthodes scientifiques de prévision et d'action : elle prétend lire dans les évolutions passées des cours de Bourse le futur des marchés. Les cyclones financiers ne seraient pas plus imprévisibles pour des spécialistes qu'un coup de vent pour un météorologue. Mais existe-t-il une météorologie financière ? Sur quelles données s'appuient les analystes ? Ces données sont-elles vraiment "fondamentales" ? Ces questions appellent un débat. Pierre-Noël Giraud soutient que les crises financières sont imprévisibles et inévitables. Christian de Boissieu s'interroge : si l'on ne peut pas prévoir l'orage, ne peut-on pas au moins le sentir venir ? Enfin, l'analyste Alain Bokobza défend le travail des praticiens, et appelle à dépasser le simple bulletin météo pour s'intéresser de près aux cartes satellites et analyses qui les accompagnent.

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse  
des comptes rendus ; les idées restent de la seule responsabilité de leurs auteurs.  
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

## EXPOSÉS

**Michel BERRY :** La finance, on le sait, est un domaine où l'on aime recourir aux mathématiques, et la réalité financière est habituellement appréhendée par des formules. Mais si l'on tente de comprendre les mécanismes économiques sous-jacents, on s'aperçoit que ce n'est pas si simple. L'ouvrage de Pierre-Noël Giraud, *Le commerce des promesses, petit traité sur la finance moderne*, ébranle de nombreuses certitudes. Nous allons adopter cet esprit critique pour aborder quelques questions de finance que les événements récents rendent encore plus congrues.

**Pierre-Noël GIRAUD :** Mon premier point concerne les marchés d'actions. Selon l'opinion couramment répandue, une analyse objective ancrée dans l'observation des faits permet de déterminer, avec une certaine marge d'incertitude, la valeur fondamentale d'une action. Toute bulle spéculative doit finir par éclater, et les prix doivent être ramenés autour de leur valeur fondamentale. Une telle analyse, qui permet de prodiguer des conseils aux investisseurs, du type « achetez », « conservez », « vendez », est selon moi impossible.

### Les fondamentaux : un concept vide de sens

Tout d'abord, les fondamentaux sont trop incertains. On peut, certes, définir rigoureusement le prix fondamental d'une action : c'est la somme des bénéfices futurs, actualisés à un taux sans risque plus une prime. Mais les bénéfices futurs ne sont pas observables : on ne peut que les extrapoler à partir de faits passés ou présents.

#### *Des calculs précis pour des résultats incertains*

Ainsi une action, dont la prime de risque est de 3 % sur un marché où le taux sans risque est de 3 %, a un Price Earning Ratio (PER) de 16 si les bénéfices attendus sont stables. Mais ce PER passe à 33 si l'on anticipe une croissance des bénéfices de 3 % par an, et à 100 si cette anticipation est de 5 %. Il existe donc des scénarios parfaitement vraisemblables qui justifient l'évolution d'un indice large, comme le SP500, dans une fourchette de 1 à 3. Quant au prix d'une action d'une jeune société dans un secteur nouveau de type internet, des scénarios parfaitement vraisemblables conduisent à des fourchettes allant de 1 à 20, voire beaucoup plus.

Les cours de mars 2000, loin d'être issus d'une bulle spéculative ayant ensuite éclaté en un "krach mou", pouvaient être justifiés par une vision de l'avenir vraisemblable. Les analystes ont cru montrer a posteriori la folie des marchés, en disant : « pour justifier le niveau atteint par l'action Amazon, il fallait que chaque Américain achète 5 livres par jour. Ce n'était pas le cas, donc l'action était surestimée ». Mais de 1995 à 1998, les prévisionnistes estimaient que le commerce électronique atteindrait 5 % du commerce de détail en 2001. Si Amazon, leader dans le commerce électronique, avait pu prendre une part significative de 5 % du commerce de détail dans le monde, alors son cours était sous-estimé.

À son sommet, le PER du SP500 n'a jamais été que de 35, ce qui était tout à fait raisonnable dans la vision d'un avenir où se serait poursuivie la croissance américaine d'alors. Ainsi, l'incertitude sur les fondamentaux entraîne une quasi-impossibilité de définir le prix des actions, sauf dans des fourchettes tellement larges qu'elles n'ont aucune utilité pratique.

#### *La pensée agissante des acteurs*

De plus, la notion de fondamental suppose que le prix de marché n'a pas lui-même une influence sur lui. Cette hypothèse est évidemment fautive. Prenons un exemple : trois start-ups ayant des modèles d'affaires différents se lancent sur l'internet. Au départ, aucun investisseur ne sait quel est le meilleur modèle, et leurs paris se répartissent uniformément sur les trois sociétés. Supposons que l'une ait un modèle d'affaires non rentable, mais que son président, habile communicateur, parvienne à convaincre le marché de sa supériorité, et à doubler le prix

des actions. Avec la moitié du capital, il peut alors prendre le contrôle des deux autres sociétés dont le modèle est rentable, et devenir effectivement le meilleur. L'évolution du prix a donc un effet sur le fondamental : les anticipations des investisseurs entraînent des transformations réelles qui justifient la hausse de la Bourse.

#### *Mimétisme et vision "moyenne" de l'avenir*

Ces anticipations sont construites sur l'analyse de faits objectifs - des fondamentaux de rang 1, 2, 3, n - mais surtout sur une interprétation de ces faits. Or les modèles d'interprétation sont particulièrement complexes : ils intègrent des jugements mimétiques - ce qu'un acteur pense sur ce que pensent les autres - et des paris optimistes ou pessimistes. Finalement, il n'y a aucune relation mécanique entre les faits, leur évolution et les anticipations. Les différentes visions finissent par se ressembler, et c'est une vision "moyenne" de l'avenir qui fait le prix de marché.

De plus, ces visions "moyennes" peuvent basculer brusquement si des informations nouvelles, au lieu d'être intégrées dans les modèles d'interprétation anciens, affectent les modèles eux-mêmes. La réévaluation à la baisse des perspectives de la nouvelle économie, et la réévaluation brutale en 1997 de l'avenir du capitalisme asiatique sont des exemples récents de basculement.

Je ne dis pas que l'affect détermine les évolutions de la finance, mais que la pensée rationnelle des acteurs influe sur la réalité, et constitue un facteur explicatif des évolutions aussi puissant, sinon plus, que les facteurs dits objectifs. Comme souvent, les praticiens sont en avance sur les théoriciens : si vous interrogez des conjoncturistes, ils vous diront que les indicateurs les plus pertinents pour eux ne sont pas l'inflation, le chômage ou les stocks, mais les indicateurs de confiance.

#### *Fondamentaux et astrologie : même défi !*

À quoi sert l'analyse fondamentale ? J'ai à cette question une réponse simple et brutale. L'avenir est imprévisible, ce qui est profondément angoissant. L'analyse fondamentale fait partie de ce vaste ensemble de services dont l'utilité sociale est incontestable, et qui comprend également le Temesta et l'astrologie : c'est un puissant anxiolytique !

### **La politique économique : une efficacité chamanique**

Mon deuxième point porte sur la politique monétaire et budgétaire. On représente volontiers les présidents des banques centrales et les ministres des Finances comme des capitaines aux commandes d'une vaste machine, actionnant des leviers appelés taux monétaires ou déficit budgétaires, et ayant par cette action des effets sur la conjoncture. En réalité, leur pouvoir est essentiellement de nature chamanique : revêtus de leur savoir et de leur autorité, ils disent par exemple « *j'annonce que l'inflation menace* » ou « *l'économie va rentrer en récession* ». Et à l'appui de ces déclarations, ils font quelques gestes symboliques et se livrent à des rites connus de tous : modification des taux, budget expansionniste, etc. Leur efficacité dépend de leur capacité à changer les anticipations des acteurs. Ces anticipations, elles, feront la conjoncture.

Le chaman doit donc être crédible. Cette condition explique selon moi l'indépendance des banques centrales. Monsieur Greenspan, qui a un objectif unique à poursuivre, est beaucoup plus crédible qu'un ministre des Finances dont les objectifs sont multiples et variables en fonction des échéances électorales. De l'autre côté de l'Atlantique, le président de la Fed a baissé neuf fois les taux d'intérêt en un an, les mettant à un taux historiquement bas. De 1998 à aujourd'hui, le taux d'épargne des ménages est passé de 6 % à 1 %. Si le taux remontait à 6 %, la consommation américaine baisserait de 300 milliards, à comparer au plan de relance budgétaire consécutif aux attentats du 11 septembre 2001, annoncé comme énorme, de 100 milliards de dollars. Les anticipations et les comportements des ménages l'emporteront radicalement sur toute initiative de type budgétaire.

## **Les crises financières : inévitables et imprévisibles**

Mon troisième point porte sur les crises financières. Selon moi, elles sont inévitables et imprévisibles. De manière générale, la création monétaire est excédentaire. En effet, pour être sûres de financer tous les investissements rentables, les banques financent aussi des investissements qui ne le sont pas. Le système est donc inflationniste.

### *Politique monétaire et marchés financiers*

Mais aujourd'hui, la globalisation commerciale et financière contient l'inflation. Monsieur Greenspan, évoquant « *l'exubérance irrationnelle des marchés* » en 1998, s'est demandé si la forte progression de la valeur des actions n'était pas une forme d'inflation qui, chassée par la porte, reviendrait par la fenêtre, et s'il fallait la combattre. Sa réponse a été non, et je pense que ce fut sage. En effet, rien ne permet d'affirmer que la hausse des cours est une bulle spéculative, donc une forme d'inflation. La politique monétaire est alors dissymétrique par rapport aux marchés financiers : elle n'intervient pas quand ils montent, et elle est largement assouplie quand ils baissent.

### *La création de droits en excès*

Le crédit bancaire, qui maximise la croissance potentielle, peut donc directement alimenter la hausse du cours des actions, assimilable à des promesses de revenu futur - d'où le titre de mon livre. Elles ne seront honorées que si les revenus futurs sont à la hauteur des espérances. Ce n'est pas le cas pour les investissements non rentables : les promesses seront alors honorées au détriment des autres revenus. Tout système financier adossé à une monnaie de crédit crée donc des droits en excès sur la richesse future, autrement dit un « *mistigri* », en raison de la dissymétrie de la politique monétaire.

### *La purge du mistigri*

Tout système financier purge un jour ce mistigri. Dans l'après-guerre, les régimes étaient cloisonnés, et ces droits en excès étaient purgés par des poussées inflationnistes au détriment des rentiers. Aujourd'hui, le système financier est global, et les droits sont purgés par une baisse du prix des actifs. Cette baisse peut être violente, comme en Asie, ou non, comme le krach mou que nous connaissons aujourd'hui. Ces crises sont inévitables, car la tendance à la création de droits en excès est inévitable. Elles sont aussi imprévisibles, car elles sont déclenchées par une soudaine modification de la vision moyenne de l'avenir. Avec la finance de marché, nous vivons dans un monde plus incertain et volatile.

## **La taxe Tobin : inefficace et démagogique**

Mon dernier point porte sur la taxe Tobin, et je soutiens que ce n'est pas loin d'être la plus mauvaise idée que l'on puisse avoir pour réguler la finance globale. C'est une proposition de taxation des transactions de change, à un taux d'environ 0,1 à 0,25 %, qui serait affectée à l'aide au développement du tiers-monde. ATTAC propose 0,25 %, en avançant qu'elle ralentirait les mouvements spéculatifs de capitaux.

Mais les retours attendus par les spéculateurs sont de l'ordre de 20 % au moins. En Indonésie, par exemple, la baisse a atteint 80 %. Que peut empêcher une taxe de 0,25 % à l'aller et 0,25 % au retour face à des mouvements d'une telle ampleur ? Son seul effet sera de ralentir les mouvements d'arbitrage considérés comme non déstabilisateurs, qui cherchent à profiter de très petites différences de taux.

### *Une mesure fiscale inadaptée*

C'est en revanche un moyen de taxer le capital. Mais est-ce le meilleur moyen de le faire ? Si je suis pour une taxation du capital - la sous-taxation du capital par rapport au travail, à cause

de sa plus forte mobilité, désavantage les agents qui ont des revenus du travail - je pense qu'il n'y a aucune raison de taxer les mouvements de capitaux. Taxons les revenus du capital ! Si les gouvernements des pays riches sont capables de se mettre d'accord pour une taxe Tobin, ils peuvent également convenir de planchers de taxation du capital. C'est une question de volonté politique. Il en est de même pour la lutte contre les paradis fiscaux, qui, je le reconnais, est également un des objectifs d'ATTAC. Que l'on ne me dise pas qu'il est impossible en Europe de contrôler ce qui se passe dans les îles anglo-normandes ou à Monaco...

### *L'aide au développement en question*

Enfin, on propose d'affecter la taxe Tobin à l'aide au développement. Selon moi, il faut une part de transfert financier public entre le Nord et le Sud : on ne peut pas compter uniquement sur des transferts privés. Mais pourquoi affecter au développement une taxe sur les mouvements de capitaux ? La réalité est que la part du PIB consacré au développement est décroissante dans presque tous les pays riches. En France, la part est de 0,33 %, alors que l'on avait promis d'atteindre 0,7 %. Il n'y a pas de consensus aujourd'hui pour augmenter l'aide au développement. Essayer de contourner cette réalité politique en créant une taxe d'aide au développement est démagogique.

**Christian de BOISSIEU** : Ma première remarque concerne la notion de fondamental. Que les marchés financiers reposent sur des conventions, c'est normal : la monnaie est une convention - c'est un contrat social - et la finance, extension de la monnaie, en est une autre. Dans son premier point, Pierre-Noël Giraud parle de la réflexivité. Ce phénomène a déjà été analysé par Keynes en 1936. Il comparait les marchés financiers à des concours de beauté dans lesquels on essayait de savoir quelle femme les autres allaient trouver la plus belle. Je suis évidemment d'accord avec ça, mais j'introduis une nuance.

### **De la valeur d'équilibre à la notion de seuil**

Johan Robinson, disciple de Keynes, disait : « *un éléphant, on ne peut pas le définir, mais s'il était dans la salle, on s'en apercevrait !* ». Les phénomènes de sur- ou sous-évaluation sont comparables à cet éléphant : on ne peut pas définir les taux de change d'équilibre, les PER d'équilibre ou d'autres indicateurs d'équilibre, mais dès que l'on s'écarte un peu trop de ces valeurs inconnues, on s'aperçoit qu'il y a un problème, et l'on sait qu'il va y avoir une correction, dont on ne connaît ni la date, ni la forme. Aujourd'hui par exemple, je n'achèterais pas une entreprise dont le PER serait de 150, car sa probabilité de baisse est plus forte que sa probabilité de hausse. À l'inverse, je n'exclurais pas d'investir dans une entreprise dont le PER serait de 2.

Mais l'arrivée de la nouvelle économie a complètement perturbé les baromètres habituels. On s'est aperçu que, pour des entreprises réalisant des pertes les premières années, les PER ne voulaient pas dire grand-chose. Fallait-il, pour sauver l'analyse fondamentale, raisonner sur des multiples non pas de bénéfiques, mais de chiffres d'affaires ou autre ? En réalité, ce n'est pas la question, car l'important est d'avoir des seuils : même si l'on ne sait pas définir les valeurs d'équilibre, on peut repérer les seuils à partir desquels les écarts peuvent poser problème, et provoquer des forces de rappel. Ne jetons pas le bébé avec l'eau du bain : on peut contester le concept de valeur d'équilibre, sans contester les notions de sur- ou de sous-évaluation. Aujourd'hui, la valeur d'équilibre de l'euro n'est pas forcément 1,03 ou 1,04 dollars, mais elle est comprise entre 0,98 dollar et 1,10. Si l'euro tombait à 0,75, il y aurait un sérieux risque, en tout cas pour nos concurrents, de sous-évaluation. S'il montait à 1,30 dollars, les industries aéronautiques européennes pourraient s'inquiéter.

### **La volatilité des marchés**

Ma deuxième remarque concerne le concept de volatilité. Dans une économie de marché, il faut une certaine volatilité financière, afin de digérer les chocs et permettre les ajustements.

Mais quel niveau accepter ? Quels sont les critères permettant de définir une volatilité excessive ? Sont-ils de nature économique, éthique, politique ?

De plus, dans tout système exposé à des chocs, quelle que soit leur nature, certains facteurs servent de variables d'ajustement. Nos régimes économiques se différencient dans la façon dont ils se comportent face à des chocs. Le 11 septembre 2001, par exemple, personne n'avait prévu la catastrophe, mais il a fallu réagir. Le débat n'est donc pas de savoir comment prévoir les chocs (ce qui est souvent délicat), mais si des variables d'ajustement sont préférables à d'autres, et donc si certains régimes économiques sont meilleurs que d'autres pour y faire face.

Je vous donne un exemple : les ministres des Finances disaient en février 1987 (Accord du Louvre) qu'ils voulaient stabiliser les taux de change afin, dans une période déjà troublée, d'éviter tout excès de volatilité. Mais ce faisant, ils ont provoqué des reports de volatilité vers d'autres marchés. Si l'on dit : « *limitons l'instabilité des taux de change dollar, euro, yen, pour essayer de faciliter le commerce mondial* », tout le monde est pour. Mais cela risque de reporter les ajustements du marché des changes vers les marchés financiers, donc des taux de change vers les taux d'intérêt. La volatilité financière n'est-elle pas le prix à payer pour éviter celle d'autres variables ?

### **Krach brutal et krach lent**

Ma troisième remarque concerne le krach actuel. Depuis mars 2000, nous vivons un krach lent, très semblable à un krach immobilier, dont il faut en général deux à trois ans pour corriger les excès. Aujourd'hui, la tendance est à la baisse depuis un an et demi, et s'accompagne de beaucoup de volatilité. Les réponses monétaires à un krach lent et à un krach brutal de type 1987 sont différentes. Ainsi aujourd'hui, les politiques monétaires se sont assouplies moins brutalement que dans le cas d'un krach brutal. Sur les marchés, les réactions des acteurs face à un krach lent ou brutal sont similaires : on assiste à un report vers la qualité - des obligations d'État, de l'or, du franc suisse depuis le 11 septembre, du dollar valeur refuge - et à un report vers la liquidité. On pourrait s'interroger sur la différence entre les sortes de krach et se demander pourquoi celui lié aux valeurs de l'internet, est lent. Je suis persuadé qu'il reste à faire une théorie des différences et des ressemblances entre ces deux formes de krach.

### **Une régulation financière problématique**

Je termine par quelques remarques sur l'actualité. Comme Pierre-Noël Giraud, je crois que l'image du directeur de banque centrale actionnant des manettes pour agir sur l'activité ou sur les prix est dépassée. La politique monétaire consiste à envoyer des signaux, et une des questions consiste à savoir s'il faut ou non prendre les agents par surprise. Au mois de mai dernier, la Banque Centrale Européenne a baissé ses taux par surprise, et les marchés ont tellement été étonnés de cette annonce qu'ils l'ont mal interprétée. Il faut donc manier les effets d'annonce avec doigté.

Concernant la taxe Tobin, le débat a perdu de sa pertinence après le 11 septembre. Comme le montrent les sujets traités au G7, les questions actuelles portent plutôt sur la régulation au sens le plus large. Elles n'ont rien à voir avec ce gadget fiscal mais concernent l'amélioration de la transparence de l'information dans le domaine financier, et l'amélioration des politiques préventives, en abordant des aspects très techniques de réglementation bancaire. La lutte contre le blanchiment de l'argent ou contre le financement du terrorisme soulève des questions sur le fonctionnement de nos économies et sur les États.

Concernant les crises financières, je dirais qu'elles sont par définition très difficiles à prévoir. Depuis trois ou quatre ans, des travaux du FMI tentent de définir des indicateurs avancés des crises de change. Mais quand on fait fonctionner ces indicateurs en utilisant des données passées, ça ne marche pas : ils prévoient même le passé ! On est donc démuni face à la question de la prévision des crises. Mais concernant la gestion des crises, les événements

récents en Europe sont très éclairants : la Banque Centrale Européenne, sur laquelle on se posait de nombreuses questions avant le 11 septembre, a réagi à la crise en baissant son taux d'intérêt. Il a fallu ce drame pour qu'elle devienne franchement pragmatique : elle a accepté de se coordonner avec la Fed pour jouer le rôle de prêteur en dernier ressort face à des marchés en difficulté. C'est une décision plutôt rassurante.

**Alain BOKOBZA :** Lent ou pas, le krach actuel est important : la baisse des indices mondiaux a été de 30 % depuis un an environ, ce qui n'était jamais arrivé depuis le début des années 1960. En tant qu'analystes financiers, nous réfléchissons aux comportements des marchés, et développons des fondamentaux à partir de l'histoire économique.

### **Les fondamentaux : de l'analyse et du recul**

L'histoire économique nous offre un cadre d'analyse solide pour faire notre travail. Par exemple pour comprendre la situation actuelle dans certains pays émergents, il faut remonter aux années 1980. Cette décennie a vu les pays émergents passer à des systèmes de changes flottants, à l'exception de Hongkong et de l'Argentine. À cause de choix politiques ne tenant pas compte de la situation économique mondiale, l'Argentine s'est retrouvée dans une situation de banqueroute dont elle souffre encore aujourd'hui. La construction de fondamentaux passe donc par un retour sur des faits passés : on est loin d'une simple application de formules. Pour nous, analystes financiers, les données politiques passées constituent des fondamentaux.

Nous devons résister aux tentations de révolutionner l'analyse fondamentale. Par exemple l'internet n'a pas remis en cause les fondamentaux : la nouvelle économie n'était qu'un phénomène cyclique de sur-productivité du travail, provoquant une sur-rentabilité temporaire du capital. En utilisant des modèles fondamentaux classiques, fondés sur des écarts autour de la moyenne, on remarquait que les valorisations des marchés actions atteignaient presque quatre fois l'écart type en février 2000. En l'espace de dix-huit mois, les valorisations sont revenues sur la moyenne historique, et cela nous paraît normal. Ceux qui sont allés compter les clics, les abonnés et les livres disponibles sur Amazon n'ont pas fait ce que j'appelle une analyse fondamentale.

Nous devons également nous efforcer de prendre du recul face aux médias. Certains journaux, comparant les endettements des opérateurs télécoms historiques, se sont inquiétés que ces groupes aient des dettes deux à trois fois supérieures à leur capitalisation boursière. Or, en cas d'endettement, la seule question que se pose l'analyse financière est la capacité de remboursement des acteurs. Cette capacité est aujourd'hui très forte. Nous devons donc compléter l'information partielle que nous donnent les médias.

Enfin, nous devons intégrer dans notre travail les évolutions rapides des mentalités. Par exemple, nous prenons en compte dans nos fondamentaux la récente culture « *actions* » des Européens. Depuis dix-huit mois, sur des marchés pourtant très tendus, les particuliers européens continuent à investir, alors que les américains, réputés pour leur forte culture « *actions* », ont vendu 20 milliards de dollars d'actions sur le seul mois de mars. Les fonds de pension américains qui figurent parmi nos clients ne sont pas acheteurs en ce moment, alors que les marchés sont peu chers. Vont-ils changer de mentalité ? C'est une des grandes questions.

### **La régulation est au coin de la rue**

Réduire la volatilité des marchés ne passe pas forcément par un G7 ou par une taxe Tobin. On voit tous les jours des aberrations qui pourraient être réglées facilement. Par exemple, la globalisation des marchés incite les investisseurs à plus sortir de leur marché domestique que par le passé. Ils ont donc besoin d'outils de comparaison entre les zones. De tels outils existent : ce sont des indices internationaux, par secteur, comme en développe Euronext Paris. Mais ils ne sont pas stables : la méthodologie change constamment. Les investisseurs, qui

veulent avoir des repères à travers ces indices, sont déstabilisés, ce qui contribue à la volatilité des marchés. Le régulateur pourrait ici jouer son rôle.

Un autre exemple concerne le *benchmarking* : les gérants de portefeuilles s'adosent à des références indicielles, de type CAC 40, et sont notés sur leur capacité à faire au moins aussi bien que ces indices. Or, une loi européenne stipule que l'on ne peut avoir dans un portefeuille plus de 10 % en actifs de la même entreprise, pour une raison évidente de diversification du risque. Mais si l'on examine le CAC 40, on constate que TotalFina représente 14 % ! Comment faire du *benchmarking* dans ces conditions ? La solution est dans les mains du régulateur.

### **Avoir raison trop tôt**

Monsieur Greenspan a fait un discours en septembre 1996 sur la survalorisation des actifs internet, alors que l'on était encore loin des sommets atteints quelques années plus tard. Ceux qui ont suivi ses conseils, et qui ont vendu leurs actions, ont évité de perdre 65 % en valeur. À l'époque, peu d'acteurs l'ont écouté : il a eu tort d'avoir raison trop tôt !

Rien n'empêche l'analyste de s'écarter de la vision "moyenne" dont il a été question plus haut. En se fondant sur des fondamentaux, et en prenant du recul, nous constatons que depuis vingt ans, nous vivons une désinflation : les banquiers centraux sont devenus indépendants, les taux d'intérêt baissent, en particulier dans la zone euro par la convergence des politiques économiques. Selon la théorie financière, les actions doivent se valoriser en période de baisse des taux. Mais les taux sont aujourd'hui tellement bas qu'il est peu probable que l'on aille au-delà.

Aujourd'hui, à nouveau, les économistes nous font peur : ils parlent de récession et de menace terroriste. Nous, analystes, regardons les fondamentaux, et indépendamment de la vision moyenne, nous constatons que nous sommes en Europe sur un point bas depuis le choc de 1974, et nous disons qu'un actif pas cher est bon à ramasser.

## **DÉBAT**

**Pierre-Noël Giraud** : Je reviens sur l'exposé de Christian de Boissieu. La volatilité est-elle un mal ? On ne peut pas porter un jugement catégorique. Le système actuel est néfaste à certains, mais bénéficiaire à d'autres. Pour savoir que faire, il faut d'abord se demander qui sont les victimes. Prenons le cas de la Corée en 1997. Les pays riches ont modifié leurs anticipations sur ce pays quand ils ont découvert des déséquilibres macroéconomiques, ce qui a entraîné un violent mouvement de retrait de capitaux, une crise financière et une crise économique. L'ouvrier coréen a perdu soudainement 50 % de son pouvoir d'achat, à cause d'événements dont il n'est pas responsable : il est la victime. Dans ce cas, les pays émergents ne devraient pas s'interdire de rétablir le contrôle des changes : c'est la solution la plus simple.

### **Les contradictions des analystes**

Alain Bokobza nous dit que l'analyse des fondamentaux est toujours valable. Comment alors expliquer que, sur une même entreprise, on puisse entendre successivement un analyste disant « *vendez* », deux autres « *conservez* » et un dernier « *achetez* » ? Je suppose que ces conseils sont fondés sur une analyse fondamentale !

D'autre part, le discours de Monsieur Greenspan dénonçant la surévaluation des marchés a été prononcé quand les cours étaient dans la moyenne. Ils ont considérablement monté ensuite. Aujourd'hui, ils sont revenus dans la moyenne : j'en conclus logiquement que les marchés sont surévalués. Mais vous venez de nous dire qu'il fallait acheter ! D'après moi, Monsieur Greenspan a bien eu tort de dire cela à ce moment-là, ou alors il faudrait le dire aujourd'hui.



**Alain Bokobza :** Quand Monsieur Greenspan a fait son discours en décembre 1996, les cours étaient élevés sur une base historique. Ils l'ont été encore plus par la suite. Pour ce qui concerne les contradictions d'analystes, les médias ne retiennent souvent que les recommandations. Mais toute recommandation repose sur un travail de fond mené en équipe. Ne s'intéresser qu'à la recommandation, c'est rater le plus important : l'analyse et les arguments, que l'on peut discuter.

### **Un raisonnement sur le court terme ?**

**Un intervenant :** *Le métier d'analyste ne consiste-t-il pas à raisonner sur le court terme, sur une vision moyenne, même si c'est irrationnel sur le long terme ?*

**A. B. :** L'indépendance intellectuelle est finalement gagnante. Ceux qui ont vendu en décembre 1996 ont, certes, perdu pendant deux ans, mais ont in fine évité de perdre 50 % sur leur valeur internet. La vision moyenne, qui se construit sur des modèles probabilistes, rend les marchés frileux. Le *benchmark*, qui constitue une autre méthode d'analyse, encourage les mouvements moutonniers. Mais une gestion alternative se développe autour d'une modélisation macroéconomique du long terme. Elle répond aux problèmes de la gestion classique, et a un bel avenir devant elle.

**Michel Berry :** Je crois qu'il faut distinguer les gestionnaires de fonds, qui sont "benchmarks" sur leur rendement, et les analystes qui, eux, sont jugés sur leur capacité à se faire remarquer par les gestionnaires de fonds. C'est pourquoi ils soignent leur communication.

**A. B. :** C'est vrai, mais il n'y a pas que de la communication. Nos clients cherchent à comprendre nos arguments, à valider nos modèles, mais surtout à nous suivre dans le temps. Rien ne sert d'avoir un analyste ayant fait une prestation brillante si demain il devient médiocre.

### **Gestion alternative**

**Int. :** *On parle de fondamentaux prenant en compte des variables environnementales ou sociétales. Est-ce un simple effet d'annonce ?*

**A. B. :** Ce mouvement de diversification est parti des États-Unis et a déjà une influence : le travail des enfants est pris de plus en plus en considération, des entreprises recherchent un capital durable, etc. En Europe, l'idée commence à faire son chemin, mais je n'observe pas de proposition vraiment intéressante. Le régulateur pourrait travailler sur des indices alternatifs qui représenteraient autre chose que les capitalisations boursières.

### **L'économiste peut-il conseiller le Prince ?**

**Int. :** *Enfin, l'économie est une science qui ne maîtrise pas grand-chose. Ne lui donne-t-on pas trop d'importance en faisant des économistes les conseillers du Prince ?*

**Pierre-Noël Giraud :** L'économie a fait des progrès analytiques considérables depuis deux siècles. Je pense qu'elle est capable de préconisation en politique économique : aujourd'hui, on ne répéterait pas les erreurs commises lors de la crise de 1929, par exemple. Mais la voix de l'économiste ne doit pas pour autant être prépondérante : il peut rarement dire « *il faut faire cela* ». Quand un économiste est normatif, on s'aperçoit souvent que ces normes reposent sur des jugements de valeur.

**A. B. :** Selon moi, les économistes aident à la construction d'une vision. Peu de personnes osent s'exprimer sur le futur, et les économistes nous y aident.

## Prévoir l'imprévisible

**Int. :** *Les événements récents vont-ils renforcer l'influence de l'économie américaine, ou au contraire la diminuer ?*

**P.-N. G. :** Je crois que les anticipations économiques, qui vont se traduire par des évolutions des cours de Bourse, sont actuellement suspendues à des incertitudes géopolitiques graves. Toutes les questions économiques sont surdéterminées par des incertitudes de type géopolitique : on ne peut pas dire grand-chose.

**A. B. :** Les marchés sont aujourd'hui à un niveau très bas. Ils véhiculent une vision de récession, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. Que peut-il arriver de pire que du terrorisme, des conflits ? Des agents plutôt pessimistes vont penser à une escalade dans le pire, et n'achèteront pas. Mais si le pire n'arrive pas, il aurait fallu acheter aujourd'hui. Cela n'a rien à voir avec des modélisations : c'est tout simplement du bon sens.

**M. B. :** On peut toujours justifier ex post l'analyse financière, car on trouvera toujours un analyste qui a eu raison. Mais pour l'analyste individuel, sa situation ex ante n'est pas très confortable : c'est pourquoi il se raccroche à des méthodes reconnues d'analyse fondamentale, et évoque les inévitables incertitudes sur le futur au cas où !

## Rites et conventions

**Int. :** *Si la métaphore du chaman est accrocheuse, je me demande si elle est vraiment justifiée !*

**P.-N. G. :** Je m'amuse un peu en qualifiant de chaman Monsieur Greenspan. Néanmoins, cela signifie quelque chose : quand il manie son levier, cela n'a pas d'effet sauf si on le croit. C'est le pouvoir de la parole. Pour être cru, il doit être entouré d'instruments, de rites, etc. Dans les steppes de l'Asie Centrale, les instruments étaient des dents d'ours. Aujourd'hui, ce sont des graphiques, car pour pouvoir être cru dans un monde qui croit à la science, vous devez fonder votre discours prédictif sur la science. Mais c'est un semblant de justification, puisque la science économique ne peut que traiter l'avenir comme probabilisable. Or l'avenir est contingent : il se passera obligatoirement des événements auxquels on n'a pas affecté de probabilité. Les modèles d'interprétation des faits, étayés de graphiques et validés par les autorités les plus éminentes, ne peuvent échapper à cette imprévisibilité.

**Int. :** *Ne pensez-vous pas qu'il existe un prix incontestable : celui fixé dans des situations de droit.*

**P.-N. G. :** Même dans des situations de droit, le prix est entièrement fondé sur des conventions. On pourrait se demander pourquoi telles conventions sont acceptées plutôt que telles autres. Quel est le modèle implicite que l'on explicite ? C'est purement conventionnel. Une fois la convention admise, les tribunaux se chargent de la faire appliquer. Rien ne permet de dire que la valeur qui sortira de ce type d'évaluation est la bonne. On peut d'ailleurs multiplier les exemples où cette valeur a été contredite quelques mois plus tard par l'évolution du cours de l'action.

**Int. :** *Comment éviter les crises mimétiques ? Peut-on éviter les hausses inconsidérées, et les baisses exagérées ?*

**P.-N. G. :** Je ne crois pas que l'on puisse éviter le mimétisme, car, comme l'a démontré Keynes, c'est souvent le comportement le plus rationnel. Si c'était irrationnel, on pourrait rendre les marchés plus rationnels, et tout irait mieux. Mais ce n'est pas le cas, et malgré cette rationalité, ils sont imprévisibles.

Sur les longues périodes, on peut bien entendu énoncer des lois économiques solides, qui permettent de faire de la prévision. Mais quand notre intérêt se limite à la prochaine année, cela ne sert pas à grand-chose de connaître ces cadres économiques historiques de longues

périodes. Pour conclure sans optimisme, mais avec réalisme, je dirais que les fluctuations reposent sur des données aussi imprévisibles qu'un attentat ou une riposte américaine.

Présentation des orateurs :

Pierre-Noël Giraud : professeur d'économie à l'École des mines de Paris et à l'Université de Paris Dauphine.

Christian de Boissieu : professeur à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne) et au Collège d'Europe (Bruges). Membre du conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre.

Alain Bokobza : diplômé de l'ESC Rouen et de Northwestern University, responsable de la stratégie au sein du département Analyse Financière de la Société Générale ; il est ancien gérant d'OPCVM et conseiller de nombreuses institutions financières internationales.

Email : [alain.bokobza@ota.fr](mailto:alain.bokobza@ota.fr) [socgen.com](mailto:socgen.com)

[www.globalresearch.sg-ib.com](http://www.globalresearch.sg-ib.com)

Diffusion février 2002