

Session 15

La spéculation, ennemie de l'investissement ?

Ross McInnes

Safran

Dans l'imaginaire collectif, la spéculation a une connotation fondamentalement négative. Court terme *versus* long terme, intérêt particulier *versus* intérêt général, économie virtuelle *versus* économie réelle : la spéculation est accusée de tous les maux. Aux spéculateurs on oppose les « bons investisseurs ».

À la caricature, il faut préférer l'analyse basée sur l'expérience

D'abord, parce qu'il n'y a pas de « bon » et de « mauvais » investisseur. Il n'y a que des formes d'actionnariat diverses, qui peuvent – et doivent – varier selon la nature et le stade de développement d'une société. Prenons l'exemple de la famille: elle constitue sans doute un investisseur idéal pour une *startup*, mais risque très vite d'être confrontée à des problèmes de taille, de succession et de pérennité. Autre exemple : les investisseurs étatiques. Là encore, les choses ne sont pas simples, et ce d'autant moins que ce qui était possible à l'époque pompidolienne dans une économie fermée ne l'est plus aujourd'hui. Un État est certes un bon financeur, mais un exploitant médiocre, la manne-rente pouvant être captée par des intérêts très privés : les agents des sociétés publiques. Par ailleurs, un État ne sait pas toujours choisir son rôle, entre propriétaire et client, employeur et régulateur. Prenons maintenant le *private equity* : à certains stades de développement d'une société, notamment si une activité est négligée au sein d'un grand groupe, cette formule peut être utile. Mais parce qu'elle repose souvent sur une structure financière à fort effet de levier, cette forme d'actionnariat n'est pas toujours adaptée à des situations de forte croissance ou d'évolutions technologiques incertaines. Dernier exemple : les grands groupes cotés, qui sont de bons vecteurs d'investissement long terme pour des raisons de résilience, grâce à la confiance qu'ils inspirent à leurs clients, à leurs salariés comme à leurs financeurs. Une grande économie dynamique doit donc s'accommoder de ces divers types d'actionnaires qui ont tous un rôle légitime à jouer et favoriser la transition de l'un vers l'autre, par des mécanismes de crédit et des marchés boursiers transparents.

Ensuite, parce que le court terme a son importance. Un investisseur confie son épargne à une société cotée sur la base d'un simple document de référence. Il ne connaît pas le taux de rentabilité interne des centaines de projets, dont la durée moyenne est parfois supérieure à 15 ans, qui constituent à la fois le présent et l'avenir de la société. La seule indication dont il dispose est la capacité du management à tenir des objectifs annuels. Il est donc normal qu'il y attache de l'importance, comme il est normal que la vie économique amène son lot de surprises, bonnes et moins bonnes. Les investisseurs acceptent le risque. Ils sont moins indulgents face au manque de maîtrise. De même qu'en politique on ne peut renvoyer ses électeurs, dans la vie des entreprises on ne peut ignorer ses investisseurs.

Enfin, parce que le court terme n'est pas opposable au long terme. Il en est même une condition essentielle. La plupart des investisseurs institutionnels ont un horizon long. Ils sont prêts à écouter et accompagner sur la distance les dirigeants crédibles. Mais la crédibilité se juge tous les trimestres. Peu de sociétés qui ratent régulièrement leurs objectifs annuels sont des réussites à long terme. Il y a incontestablement une corrélation, à défaut d'une causalité solide.

Et la spéculation dans tout cela ?

Les marchés boursiers efficaces supposent de la liquidité, ce qui n'est pas incompatible avec un financement long terme de l'économie, car cela contribue à faire baisser le coût du capital. Si les investisseurs ne peuvent céder aisément leurs titres, le retour exigé sera plus élevé, ou les ressources plus rares. Les « spéculateurs » assurent cette liquidité – et pas seulement dans un contexte de

marché boursier. Prenons le cas du marché des devises. Puisque le \$ est la monnaie de l'aéronautique et parce que nos bases de recherche, développement et de production restent et resteront durablement à dominante française, Safran est structurellement long de plus de \$ 6 milliards par an : nous devons donc utiliser une palette de produits optionnels pour protéger notre rentabilité à long terme. Il est donc heureux que des "spéculateurs " aient des positions symétriques pour nous permettre de constituer le portefeuille idoine de couverture de risque structurel. De même, l'agriculteur beauceron est ravi de pouvoir sécuriser ses flux financiers futurs en vendant à terme sa moisson de blé. Le « spéculateur » devient alors une contrepartie utile...

En conclusion, à condition que la régulation des marchés impose transparence et ordre, les entreprises industrielles dont l'horizon est très long doivent apprendre à vivre avec des acteurs dont l'horizon est plus court. C'est une condition de l'accès à des ressources longues dans de bonnes conditions. Ce n'est ni dangereux, ni choquant : *just a fact of life!*