



La fabrique de l'Opinion

L'invité du 14 Bassano

« Le paradigme du “winner takes all” s’étend de l’économie à la finance et à la politique »

Didier Saint-Georges : « La divergence entre l’inflation du prix des actifs et la croissance économique a étendu à l’économie réelle la polarisation entre gagnants et perdants »

Au cours de la décennie écoulée s’est déroulé un mouvement implacable vers un paradigme global du « winner takes all », le gagnant rafle la mise, applicable à presque tous les domaines de l’économie, de la finance et de la politique. Cette évolution vers une polarisation aiguë, qui se nourrit d’elle-même par nature, atteint déjà des niveaux sans précédent. Qu’attendre pour la suite ?

L’une des manifestations les plus immédiates de ce phénomène du « winner takes all » se cristallise autour des métiers construits sur des effets de réseau. Un réseau, quelle que soit sa nature, tire l’essentiel de sa valeur de sa taille. En enrichissant votre réseau, vous lui donnez de la valeur, vous attirez par ce fait de nouveaux membres, ce qui lui donne encore plus de valeur et ainsi de suite. Les fondateurs de Facebook, Mark Zuckerberg, et d’Amazon, Jeff Bezos, ont été parmi les premiers à capitaliser sur ce phénomène.

La domination précoce de Microsoft sur les systèmes d’exploitation des ordinateurs est basée sur la même logique. Dans des modèles économiques fondés sur la notion de réseaux, atteindre la masse critique fait toute la différence de sorte que les futurs gagnants doivent mettre le paquet dès le départ et accepter que le retour sur investissement soit fortement différé.

Voilà pourquoi la rencontre fortuite entre les technologies de l’Internet et une longue période d’accès extrêmement facile à de l’argent bon marché a contribué à faire émerger des gagnants à l’envergure mondiale : elle a permis à des visionnaires de financer pendant des années des investissements considérables jusqu’à atteindre une situation de domination sans retour.

La conséquence stratégique essentielle de cette évolution n’est pas seulement que, par exemple dans l’univers de la distribution, on ne verra bientôt plus un consommateur pousser un chariot dans les allées d’un grand supermarché compte tenu de la poussée du commerce électronique. Elle est qu’une myriade de distributeurs traditionnels vont se transformer en zombies appauvris par une poignée de géants toujours plus grands du e-commerce.

Oligopole des mastodontes. Face à la globalisation de la majeure partie des produits de consommation, de même que de l’accès aux plates-formes digitales du e-commerce, les gagnants vont se tailler la part du lion dans les nouvelles dépenses de consommation à l’échelle de la planète. Par ailleurs, si les producteurs des biens de consommation de base éprouvent déjà des difficultés à négocier avec la grande distribution, cela le sera bien davantage encore face à l’oligopole des mastodontes du e-commerce.

Ces derniers sont en voie de contrôler toute la chaîne des flux de consommation, de la commande à la livraison jusqu’au paiement, et de court-circuiter ainsi tous les intermédiaires traditionnels, y compris les publicitaires ou les banques. L’avantage de la situation dominante est qu’elle est cumulative. Ainsi, la R&D dans l’intelligence artificielle étant très gourmande en capital, les géants actuels d’Internet jouissent déjà d’un avantage concurrentiel considérable pour s’imposer dans ce domaine à l’avenir. Les gagnants ont déjà gagné et ils continueront de rafler la mise, en ne laissant que les miettes aux acteurs de niche provisoires.

S’il y a vingt ans, les sociétés de l’Internet semblaient s’engager dans un univers d’opportunités sans limites et sans barrières à l’entrée ou presque, avec l’explosion d’une multitude de start-up qui n’avaient que l’horizon



pour limite, les marchés libres dans un modèle du « winner takes all » conduisent dans les faits à une situation d'oligopole. Les règles antitrust, conçues avant l'ère du « winner takes all » sont mal adaptées à ces conglomérats internationaux qui peuvent à bon droit arguer que les consommateurs-utilisateurs sont les premiers à bénéficier de leur modèle et que leurs plates-formes sont ouvertes à tous les fournisseurs, y compris les plus petits d'entre eux, pour y concourir à jeu égal.

La résistance devient en fait principalement politique. Les gouvernements et les autorités réglementaires commencent à comprendre la dynamique en action et les réseaux sociaux commencent même aujourd'hui à être parfois perçus comme une menace pour la démocratie.

Forces déflationnistes. L'ingrédient de l'argent facile et bon marché est durable. Il est entendu que les politiques monétaires extrêmement conciliantes des banques centrales, qui ont très largement contribué aux taux d'intérêt très bas, ont vocation à se normaliser progressivement.

Mais les forces déflationnistes structurelles sont profondes. La crise financière a conduit à un endettement massif des agents économiques, privés comme publics et pour ceux qui sont parvenus à se désendetter, elle les a rendus très réticents à s'endetter à nouveau. De telle sorte que, les facteurs démographiques aidant, un trop-plein d'épargne s'est constitué et a entraîné un abaissement du coût de l'argent. Il faudra de nombreuses années de croissance économique molle pour en venir à bout.

On comprend bien dès lors pourquoi des distorsions de prix énormes sont apparues dans ce contexte, notamment sur les taux longs sans risque qui se sont trouvés déconnectés de la réalité de la croissance écono-

mique. Ces distorsions de prix ont eu une influence considérable sur le comportement des investisseurs, incités à affluer en bloc vers les actifs à risque dans leur quête désespérée de rendement. Ensuite, dans cette logique digne du « winner takes all », les cours des titres et des obligations d'entreprises ont grimpé, leur hausse attirant des investisseurs toujours plus nombreux, contribuant à leur tour à la poursuite du mouvement haussier.

Marché haussier du siècle. Les investisseurs passifs et « momentum » ont ainsi su capter, puis alimenter, le marché haussier du siècle, tant du côté des actions que des obligations. Accessoirement, on remarquera que cette logique spéculative s'empare aujourd'hui du pari « momentum » par excellence

que sont les cryptomonnaies. A l'opposé, la majeure partie des investisseurs actifs qu'on avait l'habitude d'appeler les « investisseurs intelligents », en restant fidèles à la rigueur de leur analyse fondamentale micro et macro, sont globalement passés à côté du phénomène et ont sous-performé les gestions passives et spéculatives.

La gestion de fonds active a été battue en brèche tandis que les ETF (Exchange-Traded Fund ou fonds négociés en Bourse), qui achètent les actifs qui montent de par leur construction, ont rallié la mise au cours des dix dernières années.

La divergence entre l'inflation du prix des actifs et la croissance économique a étendu à l'économie réelle

la polarisation entre gagnants et perdants. L'inégalité de richesse créée entre les détenteurs de portefeuilles d'actifs financiers et simples salariés sans épargne financière n'a cessé d'augmenter, faisant gonfler l'insatisfaction et la frustration des populations laissées pour compte. Il n'est pas utile d'aller chercher plus loin l'une des causes principales de l'ascension des rhétoriques populistes à travers l'Occident, qui prospèrent précisément sur cette perception de « nous seuls face à eux tous ».

Il est tout à fait frappant à cet égard d'observer l'attitude des dirigeants de pays comme la Chine et la Russie face à ces pressions subies par les gouvernements des démocraties libérales en Europe comme aux Etats-Unis : ils resserrent leur emprise sur des pouvoirs déjà très étendus et très concentrés. Dans ces pays, le « winner takes all » prévaut depuis longtemps sur la scène politique.

Systèmes autocratiques. Dans l'ensemble, les incarnations du « winner-takes-all » sont d'ordre économique à l'Ouest, avec un nombre réduit de conglomérats surpuissants, et plus d'ordre politique à l'Est, avec des hommes forts soutenus par des systèmes autocratiques. Néanmoins, des géants comparables au « GAFA » occidentaux [Google, Apple, Facebook, Amazon] ont désormais émergé à l'Est.

Par opposition à leurs homologues occidentaux, ils ne sont pas exposés au risque de confrontation avec un effort de reprise de contrôle de leurs gouvernements respectifs : dès le départ, leurs intérêts ont été strictement alignés sur ceux de l'Etat. Cette communauté d'intérêts bien compris entre politique et économie pourrait-elle leur donner l'avantage concurrentiel ultime à long terme ?

Didier Saint-Georges

Economiste chevronné

Diplômé de l'Ecole Supérieure de Commerce de Paris et titulaire d'un MBA en finance internationale de Georgia State University, **Didier Saint-Georges** a notamment passé dix ans chez JP Morgan à Londres, Paris et New-York, où il monte puis dirige le département actions internationales. En 1997, il devient managing director chez Merrill Lynch Paris, responsable des marchés actions et produits dérivés. Il rejoint Carmignac Gestion en 2007, dont il est membre du Comité d'Investissement. Il est l'auteur de *Peut-on battre le marché ?* (Editions Eyrolles) et *Le libéralisme est une chose morale* (Editions de l'Harmattan).

« La rencontre fortuite entre les technologies de l'Internet et une longue période d'accès extrêmement facile à de l'argent bon marché a contribué à faire émerger des gagnants à l'envergure mondiale »



STUDIO CLU CLU