



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire  
16 avril 2018**

### **Facebook, la tech et le marché actions**

Après l'affaire Cambridge Analytica, nous ne croyons pas en l'émergence prochaine d'une régulation significativement contraignante à horizon prévisible. Pourquoi ?

D'abord parce qu'il y a de nombreux objectifs à la régulation concernant les Gafa (et autres leaders du numérique) et que leur compatibilité s'avère complexe : il s'agit souvent d'abord de réduire leur pouvoir de marché afin, par exemple, de limiter la mainmise sur l'accès aux utilisateurs ou d'instaurer des barrières à l'entrée ou à la sortie. Mais il s'agit aussi d'éviter l'optimisation fiscale excessive, de protéger les données personnelles des utilisateurs, de lutter contre les "fake news", de protéger les droits d'auteur, les brevets, la sécurité publique, la diversité culturelle, parfois les travailleurs salariés (Uber),... Sachant qu'une régulation spécifique devrait s'appliquer à la multitude des activités des Gafa.

Ensuite parce que le droit traditionnel de la concurrence est inadapté au numérique. Les plateformes possèdent une structure unique, sans équivalent historique, à l'origine de leur « domination » : ce sont des réseaux planétaires connectant produits, services, informations et utilisateurs où la création de valeur ne provient pas uniquement de ressources internes, mais également externes (utilisateurs). C'est également une industrie où les effets de réseau directs (effets d'échelle) et, surtout, indirects, sont très nombreux : ils apparaissent lorsque plusieurs catégories d'utilisateurs interagissent sur des plateformes mettant en relation plusieurs types d'acteurs, comme des acheteurs multiples et des vendeurs multiples (par opposition au modèle traditionnel d'un vendeur unique face à une multitude d'acheteurs). (1)

Ajoutons qu'il y a beaucoup d'asymétries d'informations entre régulateur et acteurs, provenant en particulier de la capacité permanente et opaque de ces entreprises à tester, expérimenter et analyser les résultats de nouveaux outils, nouveaux programmes, nouveaux contrats, nouveaux tarifs etc.

La législation antitrust se focalise aussi trop exclusivement sur le « consumer welfare » évalué sous l'angle des prix de façon quasi-exclusive. Or, dans le cas d'Amazon par exemple, il est très difficile de mesurer l'impact sur les prix car une baisse de prix dans un segment peut être subventionnée par une hausse dans un autre domaine (e.g., livre numérique où la baisse du prix sur les best-sellers numériques est compensée par une hausse sur certains livres physiques) voire un tout autre secteur (e.g., Amazon Web services qui subventionne en partie l'activité d'Amazon à l'international).

(1) Nous reviendrons plus en détails sur les spécificités de l'industrie numérique dans une publication ultérieure

Il y a d'une manière générale nécessité d'une régulation transversale (n'affectant pas uniquement des acteurs numériques) et internationale afin de la rendre efficace, ce qui est extrêmement long et complexe.

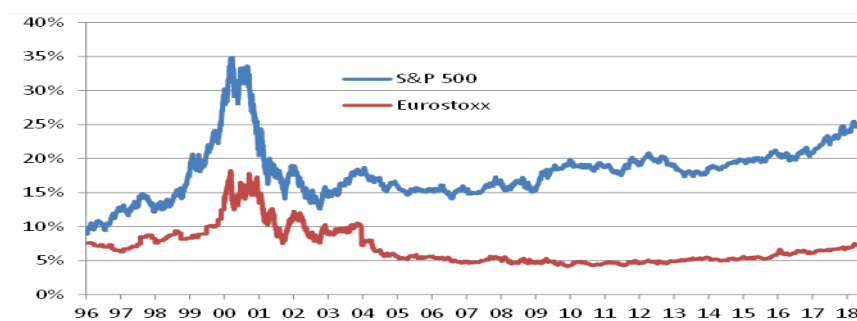
Il y a enfin des enjeux stratégiques derrière les questions de régulation. Les autorités de régulation américaines ne vont pas "se tirer une balle dans le pied" face aux BATX (Baïdu, Alibaba, Tencent, Xiaomi) et à la montée en puissance des leaders technologiques chinois.

Il nous semble en revanche que les auditions de Marc Zuckerberg au Congrès américain marquent un tournant. Jusqu'à présent, ces acteurs avaient réussi à avancer dans un relatif vide juridique. Cela va être de moins en moins le cas.

Quels enjeux sur le marché actions ?

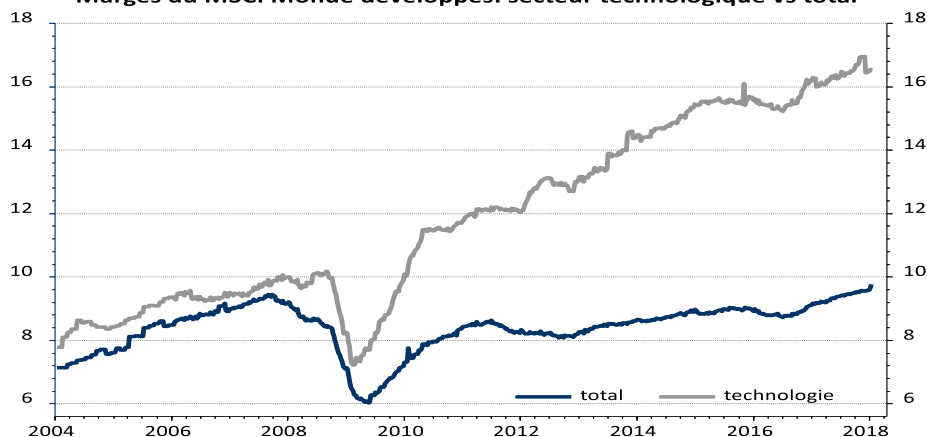
Le poids de la tech dans le marché actions américain était de 15 % en 2009. Il est de 25 % aujourd'hui. Les marges se sont considérablement creusées au niveau mondial entre la tech et le reste de la cote. Aujourd'hui, on a des marges tech de plus de 16 % au niveau mondial contre moins de 10 % pour le total. Et ce, alors que leur niveau était quasi-équivalent en 2009 (voir graphes ci-dessous).

**Poids du secteur de la technologie dans les indices S&P 500 et Eurostoxx**



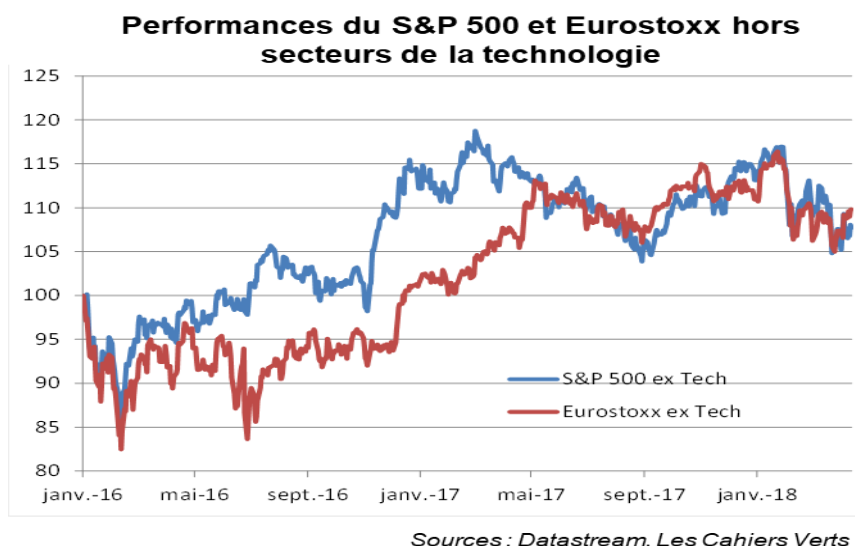
Sources : Datastream, Les Cahiers Verts

**Marges du MSCI Monde développés: secteur technologique vs total**



Source : Thomson Reuters Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Une action contre la tech ne serait pas non plus neutre sur l'arbitrage entre actions américaines et européennes. Dans l'indice européen (euro Stoxx large), le poids de la Tech n'est que de 7% (5 % en 2009). Ainsi, un quart de la sur performance du marché américain sur le marché européen (en euros) depuis 9 ans (démarrage du marché haussier) s'est expliqué par le poids de la tech. Et depuis un an, les performances des marchés américain et européen hors tech sont quasi-identiques en euros (voir graph ci-dessous)



Que disent les exemples historiques célèbres d'actions de régulation dans l'histoire américaine contemporaine ?

Historiquement, l'action anti-trust, et notamment la majeure partie des éclatements de monopole, ne conduisent pas spécialement à un repli des marges (à l'exception notable d'ATT cf. infra). Cela signifie que leur existence était légitime et que les rendements d'échelle l'emportaient en balance sur les effets de monopole et monopsonne. Il ne faut pas oublier que l'action publique prend le plus souvent de nombreuses années. Et le dynamisme économique conduit à réduire les effets de monopole de manière naturelle tant et si bien que les décrets anti-trust n'ont pas d'effet économique significatif.

Ainsi la part de marché de la Standard Oil dans les produits raffinés avait déjà baissé dès les années 1890. Les attaques anti-trust dont elle fut victime entre 1907 et 1911 n'a pas changé fondamentalement les données de ce point de vue. Même remarque s'agissant des attaques contre American Tobacco en 1909-13. Idem s'agissant de Alcoa en 1937 en 1937-51. Le seul cas significatif de chute des marges à la suite d'une action anti-trust fut ATT au début des années 1980 qui bénéficiait notamment d'un accès unique pour les appels longue distance (dont les prix s'effondrèrent par la suite).

Tout au plus peut-on tabler sur une moindre expansion, voire un arrêt de l'expansion des marges. Un retour mondial des marges au niveau du reste de l'indice impacterait les marchés négativement à hauteur de 6%.

Parallèlement, l'expérience montre que les différents à-coups de la régulation ont souvent conduit à des deratings sensibles (voir graphs ci-dessous concernant Standard Oil et Alcoa).

**TABLE A-2**  
**THE EXCESS RETURNS TO STOCKHOLDERS OF STANDARD OIL (NJ)**  
**DURING MAJOR ANTITRUST EVENTS, 1906-11**

Event	Excess Return in Same Month	Cumulative Excess Returns Over Six Months
Antitrust Case Filed (November 1906)	-10.9%	-5.8%
Lower Court Decision and Decree (November 1909)	-3.8%	+1.6%
Supreme Court Decision (May 1911)	-2.0%	-4.1%*

\* Cumulative return for only four months of available data for old equity shares of Standard Oil

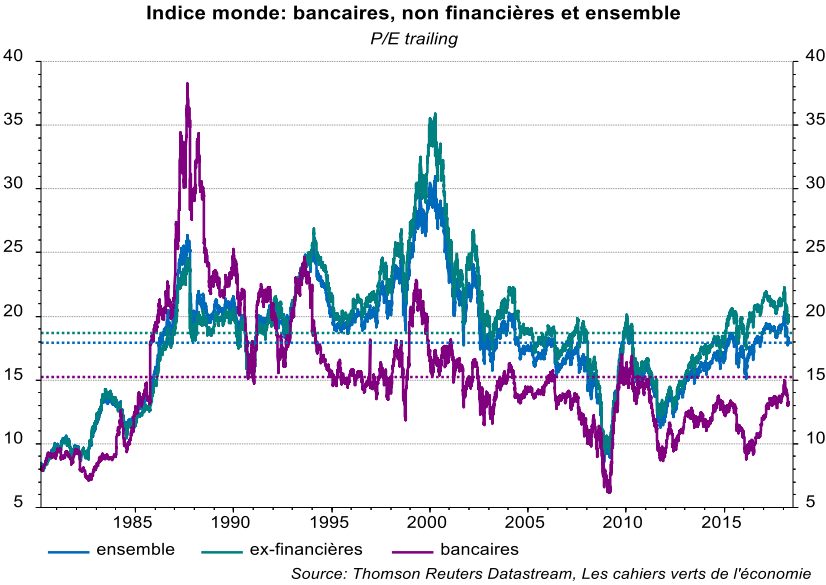
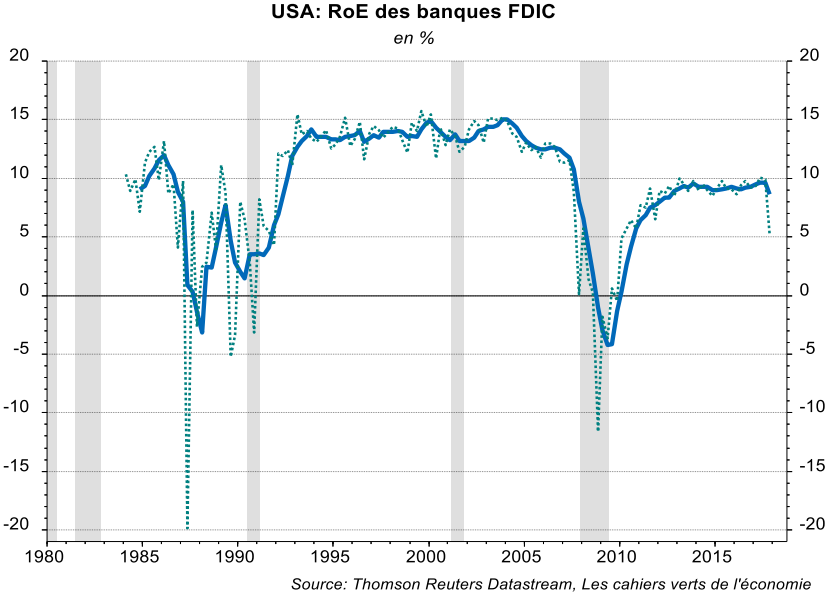
Source: Crandall, *Les Cahiers Verts*

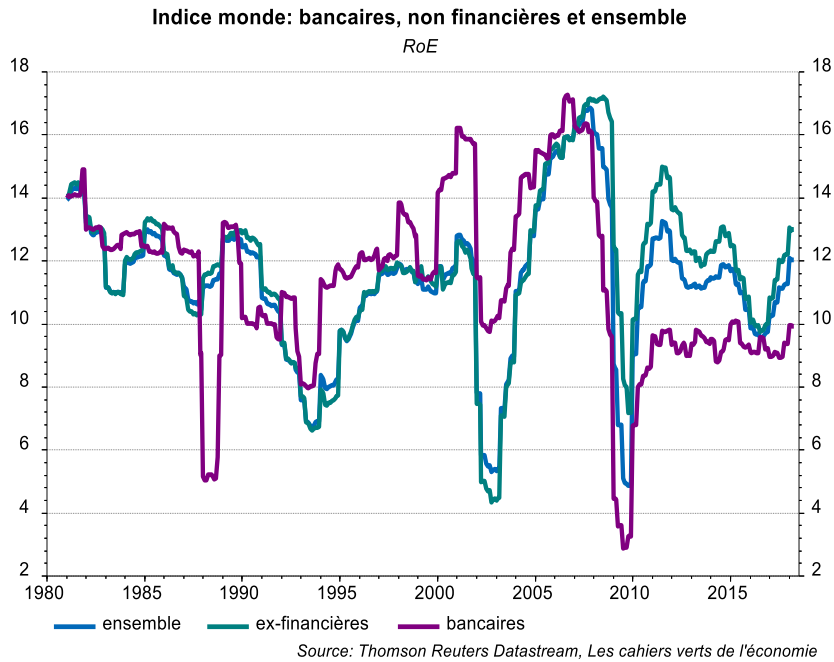
**TABLE C-3**  
**EXCESS RETURNS TO ALCOA STOCKHOLDERS DURING MAJOR ANTITRUST EVENTS, 1937-51**

Event	Excess Return in Same Month	Cumulative Excess Returns Over Six Months
Complaint Filed (April 1937)	-11.5%	-13.3%
Lower Court Findings of Fact and Law (September 1941)	-1.2%	+4.6%
Lower Court Decision (July 1942)	+7.8%	-8.0%
Judge Hand's Decision (March 1945)	-0.3%	-3.4%
Lower Court Rejects New Plea for Divestiture (June 1950)	+6.8%	+7.9%
Final Court Judgment on Stock Disposal (January 1951)	-13.1%	-15.1%

Source: Crandall, *Les Cahiers Verts*

Ce d'autant que l'impact de la régulation publique plus générale (portabilité des données, contrôle plus étroit des fusion-acquisitions, version payante ou encadrée pour Facebook de l'utilisation des données, ...) peut accentuer ce processus de normalisation dans la mesure où il freinera l'expansion de leurs activités et réduira leur profitabilité. On a ainsi pu l'observer de manière très claire sur le secteur bancaire international depuis 2008 où le « déluge réglementaire » a durablement entamé la profitabilité et la valorisation du secteur. Bref une prime du risque lié à l'incertitude sur la régulation future de la tech, devrait progressivement émerger.





Dès lors, les seules conséquences opérationnelles que l'on peut tirer des événements récents sont les suivantes :

- Les performances de moyen et long terme du marché actions américain seront contenues du fait d'une probable « normalisation » de la tech
- Le potentiel de sur performance du marché américain sur le marché européen sera plus limité

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).  
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**