

Conclusion et synthèse : le « principe d'incertitude généralisé »

1 – Selon la théorie libérale des marchés efficients, les cours de bourses restent parfaitement imprévisibles

L'instrument de base, la boussole des boursiers est le *PER*, (*Price Earnings Ratio*). Le *PER* – ou *multiple*, ou *coefficient de capitalisation* - est le rapport entre la valeur de marché de l'action et le bénéfice par action, le *BPA* (attendu pour l'année en cours en général), ou au niveau global entre la capitalisation boursière et le bénéfice de l'entreprise¹. Cette contradiction entre le long terme et le court terme, c'est la bourse ! Le moindre bénéfice annoncé un peu inférieur au bénéfice attendu fait chuter les cours (illustré il y a quelques années par le « *profit warning* », la *mise en garde*, l'*avertissement* de Serge Tchuruk, le PDG d'Alcatel² et encore dernièrement dans la *Nouvelle économie*). Et inversement. La bourse, de par sa *nécessaire liquidité* – elle est faite pour ça – tend à être courttermiste, en contradiction avec les fondamentaux qui supposent la prise en compte du long terme.

11 - Prévision possible ou impossible ? De Dow à la crise de 1929

* La prévision possible : « la théorie de Dow »

La première théorie moderne des prévisions boursières est optimiste : la prévision est possible : c'est la « *théorie de Dow* » (cofondateur de Dow, Jones and Co³ en 1882), qui proposait des prévisions des cours des actions dans son *Wall Street Journal*. L'idée en est que les fluctuations des cours ressemblent aux marées : il suffit donc de pouvoir repérer les marées hautes et basses⁴.

¹ Pour une action de 500 et un *BPA* de 20, le *PER* est de 25 : on paie l'action 25 fois son bénéfice actuel. Ce qui peut paraître « cher ». Son inverse ressemble à un taux de rentabilité, ici l'action rapporte en bénéfice de 4 %, ce qui n'est pas beaucoup. L'inverse du *PER* jugé *normal* est souvent pris comme approximation de la rentabilité désirée. Si ce taux est de 8 %, le *PER* normal est de 12,5 : les actions à *PER* plus élevé sont *chères*, il faut les vendre ; les actions à *PER* plus faibles sont *bon marché*, il faut les acheter. Sauf que cette analyse est absurde si les bénéfices actuels n'ont rien à voir avec les bénéfices futurs. Par exemple pour les fameuses *Start up* de la *E-economics*, la *Nouvelle économie* que l'on enterre aussi vite en 2001 qu'on lui avait promis un brillant avenir sans trop de risque en 1999 et 2000, comme les chemins de fer de la « Nouvelle économie » du milieu du XIX^e siècle. Un *PER* de 1000 ou 2000 n'a jamais empêché un spéculateur de les acheter. Il voit – voyait ... - loin, pas seulement les bénéfices de l'année – même des pertes - d'une entreprise pleine d'avenir.

² On a beaucoup parlé de cet exemple de *profit warning* ; il semble que quelque colère de quelque fonds de pension soit en fait à l'origine de l'écroulement du cours plus qu'une réaction spontanée de la masse des opérateurs.

³ Et de l'indice Dow Jones.

⁴ Cette théorie fut reprise par Hamilton jusqu'en 1929 où ce dernier prédit, dans son éditorial du *Wall Street Journal* du 21 octobre 1929 le reflux de la marée (*The Turn in the Tide*) qui allait se produire quelque jours plus tard. Mais il avait déjà joué plusieurs fois les Cassandre, en se trompant. Ces analyses fondent ce que l'on appela plus tard les analyses *chartistes*, par des *graphiques* : autrement dit, les graphiques de l'évolution des cours peuvent permettre de percevoir les « mouvements des marées ». On parle maintenant d'*analyse technique*. Ces croyances en la prévisibilité des cours boursiers persistent encore aujourd'hui. Une tentative fut effectuée en 1961 par Sidney Alexander : *Prices Movements in Speculative Markets : Trends or Random Walks*, (*Les mouvements des cours boursiers : tendances ou marches au hasard*), *Industrial Management Review*. Elle

* L'indétermination radicale du futur boursier selon Bachelier, en 1900, retrouvée après 1929

Dans le livre de Bernstein¹, dans la première partie (*Le décor*) au chapitre 1 (*Peut-on prévoir le cours des actions ? C'est douteux*) on apprend que la première analyse mathématique de la bourse date d'un siècle (1900). Un mathématicien français, Louis Bachelier, y trouvait déjà une absence totale de possibilité de prédiction : « *Les événements passés, les événements présents, et même les événements futurs² actualisés se reflètent dans les prix de marché, mais souvent ils ne présentent aucune relation apparente avec les variations de cours... Le marché réagit à lui-même et la fluctuation actuelle est une fonction non seulement des fluctuations antérieures, mais aussi de l'état actuel³. Ces fluctuations sont déterminées par un nombre infini de facteurs ; il est donc impossible de pouvoir les prévoir mathématiquement* »⁴.

Il estime que « *L'espérance mathématique du spéculateur est nulle* »⁵. Ceci ne remet pas en cause le fait que la bourse gagne toujours sur le long terme (le profit ne provient pas du risque mais du surplus économique dégagé), mais le fait qu'il est statistiquement impossible en moyenne de gagner plus que ce trend. Bachelier fait donc référence à ce qui deviendra l'efficiencia des marchés : « *Clairement, le prix considéré par le marché comme le prix probable est le prix courant : si le marché en jugeait autrement, il ne coterait pas ce prix mais un autre prix plus élevé ou plus bas* »⁶. Le hasard est tel que l'amplitude des fluctuations du marché est proportionnelle à la racine carrée du temps, exactement comme le mouvement brownien des molécules d'un gaz, ce que l'on nomme maintenant pour les marchés financiers : *la marche au hasard*.

12 – Les marchés efficients et l'indétermination des valeurs boursières futures

* L'effet de la crise à partir de 1929

Le krach boursier de 1929 donna aux analyses parfaitement inconnues de Bachelier, et au doute fondamental, un essor certain. Alfred Cowles sponsorisera la *Cowles Commissions for Research in Economics* qu'il proposera à la *Econometric Society* présidée par Irving Fisher.

sembla aboutir à des résultats par une méthode peu différente de celle de la théorie de Dow : il s'agissait de repérer les moments d'inversion du marché. Comme dit un humoriste, la bourse, c'est facile « Buy low, sell high and go golf ! ». Alexander obtiendra avec sa méthode des résultats positifs (sur le passé...) mais reconnaîtra ensuite son excès d'optimisme. Sa méthode ne peut marcher que si la plupart des autres spéculateurs sont mal informés, ont une « connaissance imparfaite » du marché. Il anticipait la théorie des marchés efficients qui a suivi, doutant de la possibilité de battre le marché, de faire mieux – sauf hasard et chance – que la méthode du « buy and hold » : acheter et conserver.

¹ *Des idées capitales*, op. cit.

² Sans le savoir, Bachelier fait en gros référence à ce qui deviendra la théorie des trois stades, rappelé brièvement plus loin, de l'efficiencia des marchés : la faible, la semi-forte et la forte. Ces types d'efficiencia des marchés trouvent en fait leur source chez Bachelier.

³ On peut également trouver là les prémisses de l'analyse de Keynes des *conventions* et du *mimétisme* analysée plus loin.

⁴ Thèse de Bachelier (1900), cité par Bernstein, op. cit. pp. 24-25. Bachelier fut redécouvert par les Américains Savage, puis Samuelson au milieu des années 50.

⁵ Ibid. p. 26.

⁶ Ibid. p. 27.

Les travaux de cette *Commission* montreront dans les années 30 que les prédictions boursières tenaient plus aux lois du hasard qu'à une science quelconque¹.

* Les marchés efficients, impossibles à battre

Si les marchés sont parfaits et donc « efficients », la prédiction est impossible. Toute la théorie financière moderne suppose un *marché parfait*² ou *efficient* comme dans la concurrence parfaite du marché des biens et services mais avec d'autres conditions : les prix sur un tel marché reflètent toute l'information disponible. Il s'agit de l'atomicité, de la transparence c'est-à-dire parfaite information sans coût d'accès et coûts de transaction³, de l'absence d'impôts, enfin avec titres parfaitement divisibles. Plus deux conditions importantes : le raisonnement est réalisé *sur une période entre l'instant présent t et le futur*, le délai n'étant pas précisé ; les *anticipations sont homogènes*, rationnelles (maximisation de la richesse) et les *risques sont évalués de la même façon par tous les agents*⁴.

La dernière condition est à expliciter et est trouble. Elle n'existe qu'à l'équilibre du marché parfait. Tout déséquilibre (nouvelle information sur le futur seulement, le passé et le présent étant censés connus) va évidemment modifier l'évaluation de chacun, mais pas dans le même sens ; il y aura des haussiers et des baissiers avant d'atteindre un nouvel équilibre. Il faut de plus distinguer l'*information* du *bruit* ou de la rumeur (*noise trading*). Malheureusement la distinction est difficile, d'où les processus mimétiques analysés dans la partie suivante qui s'opposent à l'efficacité des marchés.

On définit depuis l'Américain Roberts⁵, déjà entrevu plus haut, trois niveaux d'efficacité. La *faible* revient à montrer que le passé ne permet pas de prédire l'avenir, ce qui veut dire que les *analyses graphiques* (« *chartistes* ») sont dénuées de fondement. La *semi-forte* suppose en plus que l'information actuelle publiée est parfaitement connue et que les réactions à son changement sont quasi immédiates. Ce qui veut dire que l'analyse des fondamentaux (comptes de résultat, bilan, et autres annonces publiques des entreprises) ne permettent pas de « *battre le marché* ». La *forte* enfin intègre les connaissances plus difficiles à obtenir, à la limite du délit d'initié⁶.

¹ Deux analyses de purs statisticiens vinrent conforter cette vision. La première en 1934 de Holbrook Working, de l'Université de Stanford, s'attache à montrer (dans *A Random Difference Series for Use in the Analysis of Time Series*) que des nombres tirés au hasard montrent des variations ni plus ni moins aléatoires que les cours des matières premières. Si les tendances de ces dernières semblent régulières et cycliques, par contre les variations de prix sont tout à fait aléatoires. Cette constatation sera reprise près de vingt ans plus tard en 1952 par le grand statisticien anglais Maurice Kendall (*The Analysis of Economic Time Series*) qui montra que les prix des actions étaient « *virtuellement vagabonds* ». Harry Roberts arrive en 1959 (*Stock Market « Patterns » and Financial Analysis*, publié dans le *Journal of Finance*) aux mêmes conclusions : en tirant des nombres au hasard, il mime les variations des cours de bourse. L'astrophysicien Osborne développa les mêmes idées, fit également des expériences de tirage aléatoire (à pile ou face) et retrouva la même année la loi du mouvement brownien des actions de Bachelier. Osborne considère les mouvements des cours boursiers comme « *un chahut continu* » : ils ne sont pas plus prévisibles que ceux d'un « ensemble de molécules ».

² Voir par exemple Patrick Piget, *Gestion financière de l'entreprise*, Economica, Paris, 1998, pp. 392 et suivantes.

³ Ou à coût d'accès à l'information et coûts de transaction faibles.

⁴ On voit encore mal en quoi la théorie du mimétisme présentée plus loin s'oppose à cet aspect fondamental de la théorie des marchés efficients.

⁵ H. Roberts, *Statistical Versus Clinical Prediction of the Stock Market*, Working paper, University of Chicago, 1967. On fait plus souvent référence à Fama quand on oppose les trois formes de l'efficacité ; Fama (dans *Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance*, Volume 25, n° 2, 1970) traite plus spécifiquement des tests empiriques.

⁶ Selon Aglietta (*Macroéconomie financière*, La Découverte, Repères, 1995, op. cit. p. 33 ; par référence à une analyse de Tobin), le fonctionnement des marchés financiers ne peut orienter l'affectation optimale des ressources financières pour les entreprises. Il développe son analyse à partir d'autres notions d'efficacité que celle tenant à l'information. Les différents types d'efficacité des marchés financiers sont en effet contradictoires.

Les professionnels ne battent jamais le marché statistiquement, ce qui correspond parfaitement à la théorie de l'efficience. Théoriquement néanmoins, le professionnel peut jouer sur deux techniques, à condition de tirer plus vite que son ombre : *le market timing* (qui consiste à jouer sur les divers degrés de risque, titres sans risque, défensifs ou offensifs) et le repérage des actions sous-évaluées. Malgré cela, aucun succès statistique¹... Il s'agit bien d'une « marche au hasard », d'une « random walk »² : « *Les événements futurs... projettent leur ombre devant eux* »³.

P. A. Samuelson, premier Nobel d'économie américain en 1970, est plus connu comme économiste keynésien de *la Synthèse* et par son manuel *Economics* (dont la première édition date de 1948), que comme théoricien de la finance ; il tomba par hasard sur la thèse de Bachelier. Bien que keynésien, il n'adhère pas à la théorie du marché boursier « Casino » mais admet « *qu'il n'y a rien de bien net à propos de la valeur des titres* »⁴, ce sont des « *prix fantômes* » et le prix de marché actuel en est sa meilleure évaluation, si l'accès à l'information⁵ correspond à une situation de marchés efficients. Il admet, comme Bachelier, que l'espérance mathématique d'un *surprofit* par rapport à un trend de croissance de valeur des titres est bien nulle, mais la croissance des cours suit en fait en moyenne le taux de croissance économique. Ce qui revient à affirmer que le rendement réel moyen espéré se cale sur le taux de croissance de l'économie⁶ : il y a bien derrière la répartition des profits selon le risque et les aléas, un taux de profit moyen produit « *quelque part* ».

Terminons ces remarques par une curiosité. Marx est peut-être le premier économiste à avoir mentionné le hasard en économie, et singulièrement sur la question des moyennes de quantité de travail ou de taux de profit : « *Si c'est une loi constante, que par exemple, les frais de production déterminent en dernière instance le prix (valeur) – ou plutôt lorsque l'offre et la demande se recouvrent, ce qui arrive sporadiquement (par hasard) – il y a une loi non moins constante qui veut que ce rapport de compensation n'ait pas lieu... : en économie politique, la*

L'efficience informationnelle, n'est pas suffisante ; elle peut être contrecarrée par celle de *l'évaluation de la valeur fondamentale*, de *l'évaluation des risques* (ce qui suppose des marchés complets dans le temps ; selon les apports d'Arrow - « *théorème d'Arrow-Debreu* » - l'équilibre général est un optimum si peuvent se traiter des marchés à terme sur toutes les échéances : c'est la *complétude* qui correspond en gros à la possibilité d'une « *assurance* »). *L'efficience allocative* assurant le maximum d'efficacité sociale des investissements n'est pas assurée même si les différents types d'efficacités précédents étaient par miracle assurés (par les externalités ou par la myopie des marchés par la recherche de la liquidité).

¹ Selon Cobbaut (op. cit. pp. 306 et suivantes), les « *tests de prévisibilité des returns* », soit les tests simples d'efficience de formes faibles de Fama, soit des analyses plus sophistiquées (« *analyse spectrales et co-spectrales* »), soit le test de « *runs* » ou la technique des « *filtres de Sidney Alexander* » (utilisée dans l'analyse technique moderne), soit l'analyse de la saisonnalité (avec « *effets janvier* » et « *week end* »), soit les anomalies (différences de rentabilité ou de cours pour une même classe de risque, un même β) dues aux effets de taille, etc., montrent que les prévisions et la gestion de portefeuille par les professionnels ne donnent pas de meilleurs résultats - si l'on tient compte des coûts de transaction, le résultat est souvent encore plus décevant - que la spéculation au hasard ou la stratégie de « *buy and hold* ».

² « *Random Walk in Stock Prices* » est le titre d'un article de Fama au milieu des années soixante.

³ Exergue du *Chapitre 6 des Idées capitales* de Bernstein (op. cit. p. 115), tirée de Samuelson, « *comme on dit des événements passés qu'ils projettent leur ombre derrière eux* ».

⁴ Voir encore Bernstein, op. cit. pp. 120 et suivantes.

⁵ D'après Bernstein, Samuelson serait à l'origine en 1957 – bien avant Muth – de la théorie des anticipations rationnelles qu'il qualifie d'« *ignorance équilibrée* » et est induite par sa théorie des marchés financiers. Mais l'information est polluée par les « *bruits* » que Fisher Black mettra en avant pour faire obstacle au processus de décision rationnelle.

⁶ Ce qui correspond aux modèles macroéconomique de croissance.

loi est déterminée par son contraire, à savoir l'absence de lois. La véritable loi de l'économie politique, c'est le hasard »¹.

*** La couverture et l'assurance n'empêchent pas les krachs, par exemple en 1987**

On peut se couvrir, « se cacher derrière des haies » (hedges) sur les marchés financiers ou de produits dont les prix fluctuent : ceux qui se couvrent s'appellent des *hedgers* ; pour que cette couverture fonctionne, il faut néanmoins une contrepartie : ceux qui spéculent en prenant des risques. D'autres se contentent des différences connues et certaines des prix entre plusieurs marchés et en tirent des bénéfices sans risque : les *arbitragistes*.

Il existe donc des moyens financiers pour lutter contre le hasard, mais avec un coût qui compense la prime de risque : les *marchés à terme* (*forwards* pour les marchés de gré à gré et *futures* pour les produits standardisés) et les *options* (d'achat ou *call* et de ventes, ou *put*). D'après Bernstein, l'inventeur des options est le Grec Thalès de Millet dont l'histoire concernant l'huile d'olive est racontée par Aristote dans *La politique*². Samuelson serait encore à l'origine de la théorie des options, dont le calcul a été assuré par Fisher Black et Myron Scholes, aidés par Robert C. Merton, au début des années soixante-dix.

Leur intérêt pour la théorie des options tient à la contradiction entre la recherche du profit et la souffrance³. La théorie des options consistant à contrecarrer une mauvaise nouvelle par une bonne nouvelle, la formule trouvée par Black et Scholes « *devait donner le prix d'une option pour lequel une position sans risque ne rapporterait ni plus ni moins que le taux sans risque. Sur un marché efficient, une option ne peut pas avoir un prix autre que celui-ci* »⁴.

2 – La question du mimétisme sur les marchés financiers

On peut se demander si la nouvelle approche de la microéconomie néoclassique est l'instrument adéquat à la résolution des questions concernant le fonctionnement des marchés financiers, notamment par l'utilisation de la théorie des jeux⁵. Sur les marchés financiers, les gains des uns sont les pertes des autres quant à la répartition du profit économique produit par les capitaux ; les *matrices des gains* ou *des paiements* des diverses approches de la théorie des jeux sont ici à somme nulle, contrairement à des jeux coopératifs ou non concernant les stratégies de production. Les pertes et gains boursiers ne peuvent apparaître que dans les *transactions sur les marchés*. Keynes ignorait évidemment ces apports de la nouvelle

¹ *Œuvres*, tome 2, op. cit. pp. 16-17, cité par Henri Denis, *L'« économie » de Marx, Histoire d'un échec*, op. cit. pp. 22-23. Cette absence de loi économique correspond selon Denis au Marx qui n'a pas encore admis les lois économiques classiques de Ricardo - il lui préférerait encore Say - avant sa « conversion ».

² Op. cit. p. 205. On fait tout avec les options ; par exemple on choisit les investissements grâce aux « options réelles » ; on traite de la structure optimale de financement, etc.

³ « *Pour obtenir des gains attendus plus élevés, vous devez prendre davantage de risque. Si vous voulez escalader une haute montagne, vous devez être préparé à souffrir* » écrit Black, cité par Bernstein, op. cit. p. 210.

⁴ Bernstein, op. cit. p. 218. On pourrait se demander naïvement si cela vaut bien la peine de jouer sur des options plutôt que de prendre des obligations d'Etat sans risque ; la théorie montre que l'alternative joue néanmoins en faveur des options. Cette théorie est à l'origine des stratégies d'assurance en finance, née en 1976 dans la tête d'Hayne Leland, développée avec Mark Rubinstein. Paradoxalement, cette stratégie fut en partie à l'origine du krach du 19 octobre 1987, par les automatismes informatiques qu'elle supposait.

⁵ Pierre Cahuc, dans la conclusion de sa *Nouvelle microéconomie*, indique que le calcul par les espérances mathématiques et les probabilités est insuffisante ; Maurice Allais (auquel il fait référence, op. cit. p. 111) le soulignait déjà dans *Le comportement de l'homme rationnel devant le risque, critique des postulats de l'école américaine*, (*Econometrica*, vol.21, 1953, pp. 503-546).

microéconomie et mettait en avant *l'incertitude radicale*. Comme dans sa théorie monétaire fondée sur la spéculation boursière, il va encore oublier la nécessaire contrepartie des transactions.

Il reprend en fait la théorie de l' « *agent représentatif* »¹ de Marshall, ainsi que sa « firme représentative » : ce paradigme néoclassique est à la fois critiqué et adopté par les tenants de la théorie du mimétisme et de la convention.

21 – Les fondements du mimétisme, l' « incertitude radicale » des fondamentaux et la nécessaire liquidité des marchés financiers

Le comportement mimétique fait penser à celui du caméléon², à celui qui s'adapte au comportement des autres, au suiveur, au conformiste social, au moutonnier de l'instinct grégaire. Bref à tout sauf à des qualités reconnues universellement. Mais le mimétisme, c'est aussi l'intégration dans le groupe, le ciment social.

Mieux : dans l'incertitude radicale de l'avenir très incertain, c'est selon les adeptes de cette théorie dont le père est sans aucun doute Keynes, la rationalité de base de la spéculation financière la moins risquée. En effet, le spéculateur qui n'y connaît rien a plutôt intérêt à suivre qu'à tirer à pile ou face – ce qui n'est pas évident, on l'a vu plus haut dans l'histoire de la théorie financière de Bernstein. Même informé, le fait de se tromper avec la foule est moins risqué que de se tromper tout seul contre le marché.

*** Le futur rationnellement incertain et la question du « prix du capital »**

Keynes raisonne toujours pour traiter les choix d'investissements (physiques ou sur les marchés boursiers) en terme d'incertitude radicale³. Cette position est en totale opposition avec les méthodes de la théorie financière présentées plus haut qui calculent le risque en avenir probabilisable. Pourtant, dans sa théorie de la spéculation, Keynes prend comme exemple pour fonder sa théorie monétaire (la fonction de demande de monnaie pour motif de spéculation) le marché secondaire des obligations à taux fixes : le seul titre dont les revenus futurs sont certains (hors le risque de défaillance). Ce qui n'évite pas le risque de taux ; mais le taux d'intérêt futur est censé parfaitement anticipé : bizarre pour un chantre de l'incertain. D'autant plus que les revenus nominaux, avec l'inflation ou la déflation possibles, restent incertains...

Keynes a cru bon de revenir sur cette conception dans sa synthèse réinterprétation de la *Théorie générale* en 1937⁴. C'est souvent à partir de ce texte que le concept de *théorie globale des marchés* - le contraire de l'équilibre général, somme agrégée de comportements économiques individuels rationnels - et celui des *anticipations* est devenu le centre des

¹ Il s'agit d'une solution détournée à la question de l'agrégation. Si par exemple la fonction de demande décroît avec le prix du produit considéré (et croît avec ceux des produits substituables), plutôt que d'agréger des comportements microéconomiques, on peut considérer un agent moyen, « représentatif » qui est censé représenter tous les consommateurs au niveau macroéconomique.

² Voir la préface de Jacques Hamon au livre de Bruno-Laurent Mosschetto, *Mimétisme et marchés financiers*, Economica, Paris, Collection Recherche en Gestion, 1998.

³ On distingue depuis Frank Knight au début des années vingt, l'incertitude radicale non probabilisable et le risque probabilisable (Dans *Risque, incertitude et profit*, de 1921). G. L. S. Schackle développera après Keynes cette notion ; pour ce dernier les anticipations de l'avenir sont toujours du domaine de l'incertain non probabilisable.

⁴ *The General Theory : Fundamentals Concept and Ideas*.

analyses des « fondamentalistes keynésiens »¹. Cette conception de Keynes peut être rapprochée du manque de rationalité en général - pas seulement pour ce qui concerne le futur incertain - des agents économiques.

Qui est vraiment rationnel ? On sait depuis Herbert Simon que *la rationalité est limitée*. Concept qui, entre autres², lui valu le Nobel en 1978. On retrouve la myopie de l'agent économique, déjà fondamentale chez Keynes ; on y retrouve aussi une certaine paresse dans l'évaluation rationnelle du futur qui demande beaucoup d'informations et de gros efforts, une adaptation de ses désirs *au principe de réalité* cher à Sigmund Freud, bref des habitudes tenaces. On n'est pas loin du *mimétisme* et de la *convention* des analyses de Keynes que l'on va présenter ou de l'*habitus* de Pierre Bourdieu qui selon ce dernier serait au cœur de l'*homo oeconomicus*.

On attribut à Mark Twain l'aphorisme repris par Sir Winston Churchill selon lequel « *la prévision est difficile... surtout en ce qui concerne l'avenir* ». Mais la conception de Keynes va plus loin ; ce n'est pas la prévision qui est difficile, « *C'est l'avenir lui-même qui est incertain. Il ne suffit donc pas de considérer simplement que ce sont les agents qui sont incertains de l'avenir* »³. C'est à partir de cette difficulté qu'apparaît la théorie du mimétisme : « *L'état actuel de l'opinion tel qu'il s'exprime par les prix et l' "output" est fondé sur des anticipations correctes. Seul un élément nouveau pourrait le modifier* »⁴. Keynes est ici en phase avec ceux qui pensent chez les théoriciens des marchés financiers que le futur boursier est une parfaite inconnue car les marchés sont efficients. Une partie de la thèse du mimétisme de Keynes préfigure en fait la théorie de *l'efficience des marchés financiers*.

*** Au commencement était le mimétisme par la nécessaire liquidité du marché boursier**

Pour Keynes cette incertitude radicale induit des comportements *apparemment* irrationnels des agents, dont le *mimétisme*. Ce qui est flagrant dans le raisonnement de Keynes, c'est que ces deux aspects se mélangent constamment. En bon logicien, il devrait traiter : premièrement, le futur est difficile à appréhender, ou même, à la limite, le « futur n'existe pas » ; deuxièmement, dans cette incertitude le seul comportement possible est le mimétisme. Il ne présente pas les choses ainsi. Tout son raisonnement est un aller-retour entre ces deux aspects. Ce n'est pas à notre avis seulement faute d'avoir écrit la *Théorie générale* trop vite, c'est que le comportement boursier et l'appréhension du futur induisent forcément cette contradiction constante entre les deux aspects : rationalisation théoriquement possible mais difficile d'une part ; irrationalité du mimétisme – quant aux mouvements fondamentaux, pas forcément sur les prises de bénéfices à court terme - d'autre part. Nous suivrons donc ses raisonnements dans la *Théorie générale* où s'ajoutent à la contradiction inhérente à la question traitée des erreurs flagrantes de logique de la part de Keynes.

La *question du mimétisme* précède dans la *Théorie générale* l'analyse de la demande de monnaie pour motif de spéculation. Elle est particulièrement développée au chapitre XII de la

¹ Selon De Mourgues, « *La théorie du prix du capital [c'est-à-dire celle de la valeur de marché des titres, P.C.] de Keynes repose sur son analyse des anticipations (considérées par lui comme un des fondements de sa théorie du marché financier où la monnaie joue une place prépondérante à travers la préférence pour la liquidité* », (De Mourgues, *La monnaie...*, op. cit. p. 640. Les développements qui suivent forment en fait la conclusion du livre. Ils sont un peu développés dans *Macroéconomie monétaire*, op. cit.).

² Ce psychologue dans l'âme fut un pionnier en intelligence artificielle des ordinateurs, un théoricien des organisations et des calculs d'efficacité dans les services publics (la *Rationalisation des Choix Budgétaires*, la *RCB*, - en anglais le *Planning, Programming, Budgeting System*, le *PPBS*).

³ De Mourgues, *La monnaie...*, op. cit. p. 642 en note.

⁴ Keynes, 1937, cité par De Mourgues, op. cit. p. 643.

Théorie générale, (L'état de la prévision à long terme) dans le livre IV *L'incitation à investir*¹. Les agents fondent leurs prévisions sur la croyance que les résultats les plus récemment réalisés se poursuivront dans l'avenir. C'est ce que Keynes nomme une *convention*². « Cette convention consiste essentiellement ... dans l'hypothèse que l'état des affaires continuera indéfiniment... »³. Keynes ajoute immédiatement, heureusement : « ... à moins qu'on ait des raisons définies d'attendre un changement »⁴. On peut penser que ces changements sont ce que les financiers nomment des changements de *fondamentaux* qui impliquent le long terme : modification des bénéfices anticipés et ou des taux d'actualisation de ces bénéfices où le taux d'intérêt actuel est l'un des principaux arguments. En théorie financière, la valeur d'un titre étant la somme des revenus futurs actualisés, il faut définir à la fois le taux d'actualisation et le bénéfices futurs.

Soit Keynes oublie dans son raisonnement cette petite remarque soit il la rend inopérante. « En fait ceux qui cherchent sérieusement à faire une telle estimation forment souvent une si petite minorité qu'ils n'ont pas d'influence sur le marché »⁵. Keynes tente de démontrer cette affirmation qui n'est sinon qu'une affirmation gratuite. Il montre que même si l'on arrive à anticiper le long terme – en gros les fondamentaux qui existent quand même, ne serait-ce que dans un brouillard – le *besoin de liquidité* prime dans le jeu boursier et mobilise toute l'attention des professionnels. C'est le *reproche courtermiste* que l'on fait à la spéculation : « les » spéculateurs ne jouent que sur le court terme, prennent leurs bénéfices s'ils anticipent un retournement du marché, même sans aucun fondement autre qu'une hausse jugée trop importante des cours et même s'ils pensent avoir une idée du long terme.

Leurs décisions seront prises non pas en fonction de ce qu'ils pensent du futur, mais en fonction du moment présent et des mouvements des *moutons de Panurge*. Toute l'ambiguïté du raisonnement du mimétisme réside dans ce jeu « dialectique » : le jeu entre la *difficulté* des anticipations à long terme (peut-être même leur impossibilité théorique) et les contraintes de court terme. Keynes éclaire parfaitement ce point de vue, ce qui n'est pas toujours le cas dans la *Théorie générale*. Il existe bien une certaine rationalité au comportement courtermiste que permet la *parfaite liquidité boursière* ; celle-ci peut être en contradiction avec les fondamentaux, elle fait pourtant la rationalité boursière⁶.

¹ Cette partie traite essentiellement du choix des investissements physiques ; mais elle glisse rapidement au chapitre XII sur les investissements financiers.

² Comme en droit, une *convention* signifie que deux partenaires – ici dans l'échange – se mettent d'accord, « sont convenus de... ». Ce mot se charge rapidement, dans la « théorie des conventions », de l'aspect « conventionnel » sinon « conformiste social » et est censé s'opposer à l'échange et à la lutte des marchés de concurrence.

³ Ibid. p. 164.

⁴ Ibid. p. 164.

⁵ Ibid. p. 162.

⁶ La paraphrase est inutile : « Et cette attitude ne résulte pas d'une aberration systématique, elle est la conséquence inévitable de l'existence d'un marché financier organisé suivant les lignes que nous avons décrites. Il ne serait pas raisonnable en effet de payer 25 pour un investissement dont on croit que la valeur justifiée par le rendement escompté est de 30, si l'on croit aussi que trois mois plus tard le marché l'évaluera à 20. Pour l'investisseur professionnel, c'est donc une obligation de s'attacher à anticiper ceux des changements prochains dans l'ambiance et l'information que l'expérience fait apparaître comme les plus propres à influencer la psychologie de masse du marché. Telle est la conséquence inévitable de l'existence de marchés financiers conçus en vue de ce qu'on est convenu d'appeler "la liquidité". De toutes les maximes de la finance orthodoxe, il n'en est aucune, à coup sûr, de plus antisociale que le fétichisme de la liquidité, cette doctrine selon laquelle ce serait une vertu positive pour ces institutions de placement de concentrer leurs ressources sur un portefeuille de valeurs "liquides". Une telle doctrine néglige le fait que pour la communauté dans son ensemble il n'y a rien qui corresponde à la liquidité du placement. Du point de vue de l'utilité sociale l'objet de placements éclairés devrait être de vaincre les forces obscures du temps et de percer le mystère qui entoure le futur. En fait l'objet inavoué des placements les plus éclairés est à l'heure actuelle de "voler le départ", comme disent si bien les Américains, de piper le public, et de refiler la demi-couronne fausse ou décriée » (ibid. pp. 167-168). On trouve

Eludons le côté fétichiste et antisocial contraire à l' « utilité sociale ». Keynes y tient, il préférerait un mariage long au papillonnage des spéculateurs : « *Devant le spectacle des marchés financiers modernes, nous avons parfois été tenté de croire que si, à l'instar du mariage, les opérations d'investissement étaient devenues définitives et irrévocables, hors le cas de mort ou d'autre raison grave, les maux de notre époque pourraient en être utilement soulagés ; car les détenteurs de fonds à placer se trouveraient obligés de porter attention sur les perspectives de long terme et sur celles-là seules* »¹. Keynes nous propose là, ni plus ni moins, que la suppression de la bourse, ce « Casino » : le mariage plutôt que les liaisons éphémères et dangereuses.

Pour une fois, Keynes nous explique donc clairement le fondement de « l'appel de liquidité » : l'offre de titres dont on croit qu'ils vont baisser contre une demande de monnaie – on pense anticiper le prix du capital, en baisse, et donc on se débarrasse de la « vieille fille » - du mistigri - ou de la « demi couronne fausse ou décriée », contre de la bonne vieille monnaie qui n'est pas la « vieille fille ».

22 – La bourse comme « casino » et le « marché foule »

* La bourse comme casino, alors qu'il s'agit plutôt d'une course de chevaux

La *bourse-casino* chez Keynes, archi citée, est peu claire. Elle devrait être liée au simple hasard ; or le casino ressemble moins à la bourse que cette dernière aux courses de chevaux où existent des *fondamentaux* : on joue le favori (mimétisme), sauf quelques *risk takers* l'*outsider* et un ou deux fous le tocard. Keynes préfère la référence au casino où pourtant l'aléa absolu ne peut en aucun cas induire le mimétisme. Keynes indique de plus que le propre du spéculateur, c'est de jouer contre le marché ; ce qui tempore la théorie du mimétisme. En lançant le concept de *bulle financière*, il précise l'opposition entre l'intervention sur les marchés financiers par le « *comportement d'entreprise* », lié aux fondamentaux, et le « *comportement spéculatif* » au sens dépréciatif du terme qui l'amène à son image du *casino*². Le spéculateur jouant contre le marché aura donc probablement changé la convention ; Keynes approche donc la contradiction fondamentale du marché boursier et est très critique envers le comportement spéculatif et la rupture de la convention.

Keynes en arrive à penser, malgré ses travaux sur les probabilités³ – qu'il cite d'ailleurs dans ce chapitre - jugés originaux par son ami le grand philosophe Bertrand Russell, que « *Lorsqu'on évalue les perspectives de l'investissement, il faut tenir compte des nerfs et des humeurs, des digestions même et des réactions au climat des personnes dont l'activité*

dans la traduction française de Bernstein, *Des idées capitales*, op. cit. p. 121, une interprétation plus amusante de la fin de cette citation : « *C'est pour ainsi dire, un jeu de snap, de "vieilles filles", ou de chaises musicales – un passe temps dont le vainqueur est celui qui dit snap ni trop tôt ni trop tard, qui passe la "vieille filles" à son voisin avant que le jeu ne se termine, ou qui s'assure de disposer d'une chaise avant que la musique ne s'arrête* ».

¹ Ibid. p. 172.

² « *Il est rare, dit-on, qu'un américain place de l'argent "pour le revenu" ainsi que nombre d'anglais le font encore ; c'est seulement dans l'espoir d'une plus-value qu'il est enclin à acheter une valeur. Ceci n'est qu'une autre façon de dire que lorsqu'un américain achète une valeur, il mise moins sur le rendement escompté que sur le changement escompté de la base conventionnelle d'évaluation, ou encore qu'il fait une spéculation au sens précédent du mot* ». Ou encore : « *Les spéculateurs peuvent être aussi inoffensifs que des bulles d'air dans un courant régulier d'entreprise. Mais la situation devient sérieuse quand l'entreprise n'est plus qu'une bulle d'air dans le courant spéculatif. Lorsque dans un pays le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir dans des conditions défectueuses* » (op. cit. p. 171).

³ A la note insérée p. 160, op. cit. Keynes indique : « *en disant « très incertaines » nous ne voulons pas dire « très improbables ». Cf notre Treatise on Probability, chapitre 6. Le « poids des arguments »* ».

spontanée les gouverne en grande partie »¹. Autre grand classique de la *Théorie générale* qui renvoie bien à l'aléa total et au casino. Mais les contradictions de cette analyse sautent une fois de plus aux yeux : les aigreurs d'estomac des investisseurs sont en complète contradiction avec le mimétisme. On se demande bien pourquoi les mêmes aigreurs d'estomac ou au contraire les mêmes jubilations optimistes, aléatoires, toucheraient tout le monde à la fois.

* **Le mauvais exemple du « concours de photographie »**

Keynes, dans un autre grand classique de la *Théorie générale*, penche plutôt pour le mimétisme seul en oubliant complètement les références rationnelles possibles et donc probablement diverses des agents, avec son allégorie du concours de beauté maintes fois cité². Cet exemple est encore particulièrement mal choisi et permet de voir les limites de l'analyse en terme de mimétisme. Continuons dans les métaphores : « *la majorité des hommes préfèrent les blondes mais couchent avec les brunes* ». La métaphore est d'ailleurs ici incomplète : il faut rajouter « *et se marient avec des rousses* ». Mais une partie de la minorité préfèrent les brunes, couchent avec des rousses et ne se marient pas ; plusieurs autres combinaisons étant possibles. Autrement dit, l'équilibre sexuel et matrimonial est le résultat de contradictions que le jeu des photos aura du mal à résoudre. Que va choisir notre joueur s'il connaît cet aphorisme ? Que va-t-il penser de l'opinion majoritaire de ses semblables ? Les blondes préférées de la majorité, les brunes avec lesquelles ils couchent ou les rousses qui font les mariées ?

Ce qui colle déjà mal dans l'analyse du concours de photographie de Keynes ne colle plus du tout avec la bourse : dans une situation donnée, la majorité est haussière, la minorité est baissière, mais la rousse entre les deux n'existe pas. Autrement dit, il existe toujours une contrepartie dans une tendance majoritaire haussière ou baissière et l'on ne peut parler que d'un mimétisme de la majorité qui ne vit que par son contraire.

* **La nécessaire contrepartie des marchés financiers : le « contraire » du mimétisme**

La question de la contrepartie dans les transactions réapparaît évidemment puisque nous sommes maintenant en train d'étudier l'envers du marché de la monnaie au sens de Keynes. N'y aurait-il pas pensé ? Si, bien sûr. On trouve dans la *Théorie générale* des références explicites à cette contrepartie. Sans parler du « cas général » concernant le marché de la monnaie qu'il a voulu éliminer. C'est justement dans le chapitre XIII (*La théorie générale du taux de l'intérêt*) que Keynes se contredit ; mais les exemples qu'il prend sont présentés comme des exceptions à la règle du mimétisme³.

¹ Ibid. p. 174.

² « ... la technique du placement peut être comparée à ces concours organisés dans les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents... on emploie ses facultés à découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement » (ibid. p. 168).

³ « De même que l'efficacité marginale du capital est déterminée, nous l'avons vu, non par l'opinion la plus éclairée mais par l'évaluation du marché telle que la fait la psychologie de masse... et lorsque (l'opinion d'un agent) diffère en sens inverse de celle du marché, elle a un motif pour emprunter de l'argent pour de courtes périodes afin d'acheter des créances à plus long terme. Le prix de marché se fixe au niveau où les ventes des baissiers équilibrent les achats des haussiers » (op. cit. p. 181). Notons que Keynes donne ici l'exemple d'un spéculateur qui demande de la monnaie non pas pour attendre, pour spéculer conformément à sa théorie, mais bien pour la placer. Il fait référence à cette possibilité de divergence d'opinion dans l'espace économique par rapport aux possibilités de contrôle de la masse monétaire par les autorités : « Un semblable moyen de contrôle sera plus précaire aux Etats-Unis où tout le monde tend à avoir en même temps la même opinion qu'en Angleterre où les divergences d'opinion sont plus fréquentes » (op. cit. p. 183).

En effet, la bourse ne fonctionne pas par simple mimétisme, elle est le *résultat de contradictions* sur la manière dont les fondamentaux sont perçus, *le mimétisme est donc toujours double*, avec bien entendu des basculements rapide vers la majorité. Nous ne nions évidemment pas le mimétisme et ses accès de fièvre spéculative (les tulipes en Hollande au XVII^e siècle ayant inauguré le phénomène). Pourtant, ce comportement entre en contradiction avec une certaine transparence du marché - et que Keynes entrevoit au sein même de sa théorie du mimétisme - fondée sur une certaine connaissance des fondamentaux qui fait affirmer au contraire par les théoriciens optimistes libéraux des marchés parfaits et efficaces que « la bourse ne se trompe jamais ».

Il peut d'ailleurs paraître étonnant que la bourse ne soit pas toujours régulièrement et sagement haussière car les professionnels passent leur temps à expliquer que statistiquement, les actions, moteur de la bourse, font toujours mieux sur longue période que les obligations. Ce qui est *toujours* vrai car il existe *un fondamental du fondamental* : *le risque* sur les actions qui est censé fonder leur meilleur rendement, *n'existe pas à long terme*. Ce qui existe, c'est la meilleure rentabilité des fonds propres que celle des créances dans le partage du profit¹.

Il n'empêche qu'à court terme, une dichotomie entre les fondamentaux de la sphère réelle et les comportements de la sphère financière existe souvent, ça ne fait aucun doute avec les bulles qui gonflent et éclatent souvent. Mais le mimétisme est insuffisant et même contradictoire pour fonder le phénomène. De Mourgues met bien en avant cette *nécessaire contradiction des opinions* des agents dans les *transactions*². Cependant, elle finit par conclure, comme Keynes sur le marché de la monnaie, à des *variations de cours sans transaction*, au fameux « *cas le plus simple* »³, à l'arrêt des transactions pour déterminer les cours ; ce qui est pour le moins un cas limite de crise, pas le fonctionnement général des marchés financiers. La suspension des cotations existe (par exemple en cas d'OPA, de crise grave, de terrorisme...). Dans ce cas, les cours évoluent en effet sans transaction. Ce

¹ A la limite, il n'y a pas de prime de risque sur les actions, mais *une décote de non risque sur les obligations*. Le jeu boursier est surtout le fait des chevaliers héros (fonds propres) qui s'amuse à risquer leur peau dans les batailles tactiques sachant qu'à long terme ils seront gagnant et ne laisseront que des miettes aux embusqués de l'arrière (les obligataires et autres créanciers). La bourse ne peut se passer de ces héros. Si chacun jouait sagement, comme on le lui recommande, le long terme, la bourse perdrait sa raison d'être et son efficacité de transformation du capital fixe parfaitement illiquide en droits sur ce capital fixe parfaitement liquide... mais risqué. Sans liquidité, pas de bourse.

² « *Le marché organisé rassemble épargnants traditionnels, investisseurs au sens financier du terme et spéculateurs ? C'est de leur comportement différencié que naîtra le prix du capital. Il ne peut pas et ne doit pas y avoir d'agent représentatif sur ce marché dont les mécanismes nécessitent que les agents prennent des positions différentes à partir d'anticipations différentes* ». Elle cite en note Keynes : « *C'est seulement dans la mesure où un changement dans les informations est interprété différemment par les divers individus ou affecte différemment les intérêts individuels que l'on constate sur le marché des obligations une activité plus grande des transactions* » (*Théorie général, chapitre XV*). Elle continue, très critique : « *Ce marché a une logique particulière et contestable. Une masse d'individus non véritablement informés dicte sa loi aux professionnels. Il repose en outre sur une illusion : chaque agent espère pouvoir y liquider ses actifs alors que globalement la liquidité des actifs n'existe pas. On doit remarquer par ailleurs qu'il n'est pas possible de distinguer très clairement les offreurs des demandeurs. Tous les agents sont alternativement offreurs et demandeurs et les transactions ne peuvent s'opérer que s'ils ont des avis et des motivations différentes* » (*La monnaie...*, op. cit. pp. 646-647). Nous soulignons les passages où les contradictions des agents sont mis en relief, P.C.

³ « *Comment intervient le "degré de confiance" qui caractérise la position des agents face au marché ? Les agents prennent le prix du capital dégagé par le marché comme un prix correct, toutefois ils apprécient inégalement "ses chances de durer". Si les spéculateurs sont les premiers à anticiper les changements à venir du marché, il existe un moment où l'ensemble des agents interprète de la même façon les informations données par le marché. C'est alors que faute de contrepartie les opérations d'échange s'arrêtent et que les cours assurent seuls l'ajustement. Lorsque les cours auront atteint cette nouvelle valeur considérée comme normale, les transactions reprendront* ».

phénomène renvoie seulement aux marchés actions, sauf exception fort rare. Le « cas simple » éventuel de Keynes est donc bien rare...

A l'inverse, certains, probablement assez compétents, ont bien compris que « le cas général » au sens de Keynes, est en fait la règle et le « cas le plus simple » l'exception, quand ils remarquent¹ : « *Si cette explication – [celle du mimétisme, de la convention et de sa rupture] peut expliquer la variation des prix, elle n'explique pas celle des volumes de transaction. L'augmentation considérable des volumes de transaction ne peut avoir lieu que si les anticipations des uns et des autres sont différentes, ce qui est le contraire d'un instinct grégaire* ». Tout est dit. Il est piquant de remarquer en passant que l'explication prend en gros le contre-pied de celle des « journaux » de Keynes ou « *Les cours des obligations subissent, comme disent les journaux, "des fluctuations disproportionnées à l'activité des transactions"* ».

Cette nécessaire contrepartie dans les transactions boursière était une constante dans l'analyse des précurseurs de l'analyse des mouvements boursiers, tels Bachelier ou plus tard Osborne. Le premier écrivait en 1900 : « ... *les opinions contradictoires concernant les variations du marché divergent tellement que, au même moment, les acheteurs croient à une hausse des prix et les vendeurs à une baisse des prix* »². Analysant les travaux d'Osborne de la fin des années 50 et du début des années 60, Bernstein remarque : « ... *en ne réalisant pas... qu'il se fait l'écho de Bachelier, Osborne affirme que les prix représentent les décisions prises dans ces moments – et dans ces moments seulement – où l'acheteur s'attend à ce que le prix d'une action monte et le vendeur s'attend à ce qu'il baisse : pour qu'il y ait transaction, il faut une différence d'opinion. Ceci veut dire que, pour l'ensemble du marché, la variation attendue des prix est nulle. Le marché montera de x % ou baissera de x % avec la même probabilité* »³. Les partisans de la théorie du mimétisme répondront que justement ces considérations sont celles des chantages libéraux de la théorie des marchés efficients...

* **La stabilité est déstabilisante**

Tentons un *procès d'intention*. Nous sommes convaincus que Keynes avait parfaitement compris les mécanismes boursiers – le contraire serait curieux. Mais il se rendait probablement compte qu'en explicitant les contradictions des agents et les nécessaires contreparties dans les transactions, il mettait par terre sa théorie du marché de la monnaie avec la demande macroéconomique de monnaie pour motif de spéculation fonction de r , non abordée dans ce cours d'analyse financière.

Pourtant, quand il note « *pour la communauté dans son ensemble il n'y a rien qui corresponde à la liquidité du placement* », Keynes est en complète contradiction avec son analyse de son marché de la monnaie. Il n'y a en effet rien au niveau macroéconomique qui corresponde à la liquidité du placement : le jeu ne peut être que celui de vases communicants ! Keynes aurait pu se rendre compte en écrivant cette vérité – mais ici, ça l'arrangeait pour défendre sa théorie du mimétisme ! – que sa fonction macroéconomique de demande de monnaie pour motif de spéculation décroissante avec r était peut-être une fable.

Dans l'incertain, tout le monde essaie de faire comme tout le monde, *ou presque tout le monde*, avec le mimétisme des marchés financiers ; mais pour les post-keynésiens, les prévisions ont un « *soubassement réel* ». Les fondamentaux à long terme restent certes incertains mais existent bel et bien, alors que la théorie de la spéculation de Keynes est au

¹ Conseil National de l'information statistique (CNIS), *Dichotomie entre sphère réelle et sphère financière*, Groupe de travail sous la direction de Jacques Pécha et Jacques Bourday, n° 4, février 1992. Cité par P. Bouhours, *La monnaie finance*, op. cit. p. 149.

² Cité par Bernstein, *Des idées capitales*, op. cit. p. 26.

³ Conclusions d'Osborne (en 1959) citées par Bernstein, op. cit. p. 108.

contraire plutôt tournée vers *la liquidité* du marché financier, l'obligation de la spéculation à court terme, sur la possibilité à tout moment de *fuir le risque réel par la monnaie, la possibilité de se « sauver » en retrouvant la liquidité*. Loin d'être stabilisateur, essentiellement à cause de ce mécanisme de base, le *mimétisme-panurgisme* passe son temps à rompre les conventions et à faire de la spéculation un vent de déstabilisation. Car les anticipations des hommes d'affaires sont versatiles. Conventions, mimétisme et versatilité : un mélange détonnant.

La théorie de H. P. Minsky¹ permet d'éclairer ce point de vue : c'est la stabilité qui est déstabilisante (« *Stability is destabilizing* »). On retrouve un raisonnement du type de ceux du Fisher post-crise de 1929 ou d'Hayek, mais l'optimisme en moins. C'est toujours le jeu du taux d'intérêt et du taux de profit à la Wicksell qui déstabilise. Dans les périodes d'expansion où le taux d'intérêt est plus faible que le taux de profit effectif et surtout que le taux de profit anticipé, le consensus et les conventions sont optimistes : « *Buy, buy !* », crient les boursiers. On peut rajouter, « *Endettez-vous pour spéculer* ». Au moindre danger de retournement, c'est la panique. « *Sell, sell !* », crient à rebours les boursiers. On s'endette pour rembourser. Dans ce cadre, ce n'est pas le mimétisme et la convention qui sont pertinents, mais au contraire *le renversement* fondé sur des fondamentaux que quelques-uns perçoivent, à tort ou à raison – mais les vraies crises ont toujours raison, comme la bourse. Un nouveau mimétisme et une nouvelle convention apparaissent, sauf qu'ils sont maintenant non plus expliqués par l'incertitude générale, mais au contraire par la certitude que le bateau va couler.

Keynes n'expliquera pas différemment les cycles économiques, en complète contradiction avec sa théorie générale du mimétisme². Sauf qu'il refusera la théorie monétaire du cycle faisant du taux d'intérêt bancaire la base des fluctuations pour inverser l'analyse en mettant en avant les fluctuations de l'*EMAC*. L'incertitude existe toujours, mais les fondamentaux sont plus faciles à éclairer : on ne joue plus sur les anticipations générales mimétiques des petites plus-values à dégager par la recherche de liquidité ; la bourse n'est plus un jeu d'enfant avec sabres de bois, mais une guerre qui fera des morts, des « bains de sang ». Il suffit de regarder les capacités employées, la répartition des revenus, les courbes de ventes des commerciaux ; bref de penser au principe de la demande effective. Prenons une illustration du caractère endogène du crédit bancaire lié à la question de la spéculation. Si la valeur des obligations baisse ou monte, c'est que des transferts ont eu lieu avec le marché des actions. C'est l'oubli fondamental de Keynes, repris en fait de ses pères néoclassiques qui ne considèrent dans leur théorie que le taux d'intérêt comme taux de rémunération du capital considéré comme productif en oubliant le *taux de profit* au sens classique ou marxiste, en valeur travail, et en considérant à l'équilibre le *profit pur nul*.

23 - La théorie du mimétisme de Keynes a fait de nombreux adeptes et fait naître quelques critiques

*** Le « survey » de Bruno-Laurent Moschetto**

Une thèse, celle de Bruno-Laurent Moschetto qui en a fait un livre³, fait le point sur les développements récents de la théorie du mimétisme sur les marchés financiers. On y trouve plus une revue des présentations des théories formalisées qu'une véritable réflexion sur le sujet. Mais on y apprend quelques racines psychologiques du mimétisme qui fondent le

¹ H.P. Minsky, *The Financial Instability Hypothesis, Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy*, in *Financial crisis. Theory, History and Policy*, cité par Bassoni et Beitone, op. cit. p. 137 et suivantes.

² Voir plus loin le chapitre 9.

³ Op. cit.

conformisme social, même si la quête de la différence et de l'innovation semble bien intrinsèque aux groupes. La propagation de l'information peut prendre la forme de paniques et/ou de manipulation, de rumeurs, de bruits – *noise trading* déjà rencontré. Ces comportements ont donné lieu à des modèles fondés sur les *chaînes mimétiques de transmission de l'information* dites « bayésiennes », du nom du mathématicien Bayes, auteur, paraît-il, d'un théorème fort connu des connaisseurs. Enfin la question de la liaison prix-volume selon laquelle le volume des transactions est croissant avec la diversité des opinions des spéculateurs est remise en cause, en particulier par des modèles utilisant les anticipations rationnelles. On trouvera également une analyse de cette « *théorie "non standard" de la formation des prix financiers* » chez Cobbaut¹.

* Le mimétisme selon Orléan

Nous analyserons seulement ici les apports d'André Orléan, lequel reste le principal propagandiste de la théorie du mimétisme keynésien. La théorie du mimétisme avait été reprise par Aglietta et Orléan dans *La Violence de la monnaie* ; elle était l'explication d'Aglietta lors du krach boursier de 1987² et reste donc le leitmotiv des analyses les plus récentes d'Orléan³ qui reprend toute l'analyse ainsi que le mot et le concept de *convention* de la *Théorie générale*.

■ Les références explicites à Keynes, mais Orléan veut aller plus loin

Les références à Keynes « *qui a parlé pour la première fois de "conventions financières"* »⁴ sont nombreuses chez Orléan. Mais il n'aurait perçu qu'une partie du phénomène (les « *conventions de continuité* » ou « *de normalité* » c'est-à-dire où les cours varient de façon normale, continue) sans percevoir les « *conventions d'interprétation* » qu'Orléan propose de théoriser⁵. Au centre de cette conception réside l'absence de bases solides rationnelles de prévision du futur dans l'incertain non probabilisable mais surtout la surdétermination des comportements boursiers par le *courtermisme*. Le mimétisme domine en fait par la conjonction de ces deux phénomènes : incapable de se prolonger dans le futur, le boursicotier et la foule de ses semblables sont bloqués dans le présent immédiat et ne peuvent plus que jouer à pile ou face, comme au *casino* pour que la nécessaire liquidité du marché fonctionne, ou se rassurer dans le mimétisme des parieurs aux courses de chevaux qui jouent toujours le favori.

Orléan oppose dans le fonctionnement des marchés financiers, la « *valeur fondamentale* » - l'actualisation des profits futurs, et la « *valeur spéculative* ». La première correspond à la « *spéculation d'entreprise* » de Keynes. On se fonde donc sur la valeur... fondamentale, « *réelle* » de l'entreprise : ses profits futurs, mais actualisés à un taux difficile à définir⁶ ; les spéculateurs sont alors nommés « *fundamentalistes* ». Il va de soi que la liquidité du marché

¹ Op. cit. pp. 293 est suivantes.

² En particulier lors d'une conférence « privée » à laquelle nous avons participé.

³ André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, Paris, 1999, op. cit. Ce livre est l'aboutissement récent de nombreux travaux que l'on trouve dans la bibliographie de Bruno-Laurant Moschetto (op. cit.) ou de Cobbaut. Voir également l'interview d'Orléan par Christian Chavagneux dans *Alternatives Economiques* de juillet août 2000, *L'individualisme patrimonial*. On retrouve tout le raisonnement de Keynes : la rationalité autoréférentielle mimétique ; les croyances partagées (la convention) ; la règle de la liquidité financière. La nouveauté par rapport à Keynes, ce sont les fonds de pension et leur « *pouvoir médiatique* » fondé sur la capacité des dirigeants de ses fonds d'imposer, malgré leur faible poids dans le capital des sociétés, une structure organisationnelle des firmes (*governance* et *stock options*). C'est le concept d'*individualisme patrimonial* des actionnaires minoritaires et de leurs organisations.

⁴ Op. cit. p. 125.

⁵ Nous ne développerons pas ici les apports des travaux d'Orléan, sauf en référence à ceux de Keynes.

⁶ Voir plus loin la *circularité* entre le taux d'actualisation et les profits futurs.

permet seule ce type d'intervention, mais que les valeurs fondamentales sont très difficiles à calculer ; pas au niveau mathématique, mais au niveau de ce que l'on met dans la formule : les bénéfiques futurs inconnus et le taux d'actualisation en fait indéterminé. C'est pour cette raison qu'Orléan utilise les praticiens de la bourse pour montrer la difficulté de l'analyse fondamentale : « *La quasi-totalité des commentaires consacrés à cette question, en quelque langue et à propos de quelque marché que ce soit, prennent pour point de départ une définition à laquelle son incontestable rigueur prête une apparence scientifique dont on ne peut tirer malheureusement aucune conséquence pratique* »¹. Keynes montrait que la question n'était pas tant la difficulté d'appréhension de la valeur fondamentale que son éventuelle contradiction avec la spéculation à court terme. La « valeur spéculative » n'est plus fondée sur ces anticipations réelles, mais sur les anticipations des fluctuations du marché elles-mêmes : c'est là qu'intervient le mimétisme et que se place au premier rang la *liquidité du marché*. C'est ce type de spéculation au sens traditionnel et dépréciatif du terme que Keynes oppose aux transactions « d'entreprise » ; il propose d'ailleurs de lourdes taxes – une sorte de « taxe Tobin » avant la lettre pour les marchés spéculatifs intérieurs. En effet, seuls les coûts de transaction (commissions ou coûts fixes des opérations) limitent les mouvements d'aller-retour. Dans le premier cas, la liquidité est un *moyen*, et les échanges seront rares, car les fondamentaux ont peu de raison de changer tout le temps ; dans le second cas la liquidité est une *fin*, car les anticipations de fluctuations se modifient tout le temps : on cherche à prendre ses bénéfices, à retourner à la liquidité, seul moyen de prendre ses bénéfices, même si la spéculation sur la valeur spéculative est en contradiction avec ce que l'on croit être la valeur fondamentale. Orléan insiste sur la rationalité du comportement mimétique² en étant tout aussi critique – socialement - que Keynes envers ce comportement des marchés.

■ Orléan est pourtant conscient des limites du comportement mimétique

Il évoque pourtant la *contradiction* et les *contreparties* dans les transactions. Il rappelle, comme Keynes, que la liquidité n'a pas de sens au niveau global, elle n'a de sens que dans la spéculation individuelle, ce qu'il nomme le *paradoxe de la liquidité* : « ... *la préférence pour la liquidité est un désir contradictoire qui ne peut manquer de se détruire dès l'instant qu'il est poursuivi simultanément par tous. La liquidité introduit de ce fait un écart entre la rationalité individuelle et la rationalité collective* »³. On retrouve encore la contradiction dans la théorie du mimétisme entre le jugement collectif et les opinions individuelles contradictoires. La reprise de la métaphore du « concours de beauté » de Keynes pour fonder la théorie mimétique, malgré sa formulation mathématique⁴, ne nous convainc guère, à cause des contradictions entre les blondes, les brunes, et les rousses.

La théorie des *bulles rationnelles*⁵ indique que les opérateurs partageant la même fausse opinion et voyant – quand la bulle se gonfle – cette opinion réalisée, continuent la convention :

¹ Pierre Balley, *La Bourse : mythes et réalités*, Paris, PUF, 1987, p. 119, cité par Orléan, *Le pouvoir de la finance*, op. cit. p. 19.

² « *J'insiste, tout particulièrement, sur le rôle que joue la rationalité mimétique. C'est là une différence notable avec la tradition orthodoxe en finance* » (op. cit. p. 13). Orléan fait référence à la théorie orthodoxe de l'efficience des marchés.

³ Op. cit. p. 34.

⁴ J. P. Dupuy, dans son *Introduction aux sciences sociales, Logique des phénomènes collectifs* (Ellipses, 1992, pp. 184-185) reprend avec un autre exemple, le *concours de beauté* de Keynes. L'« *erreur de niveau zéro* » consiste à utiliser son propre jugement pour affirmer ses choix alors qu'il s'agit de trouver le choix de la majorité ; l'« *erreur de niveau un* » consiste à choisir en fonction de ce que l'on pense être le jugement majoritaire, etc.

⁵ Il y a bulle quand le prix observé des titres diffère « manifestement » de la valeur fondamentale ; mais qu'est-ce que la valeur fondamentale pour définir une bulle. Celle du pic du printemps 2000 pour la E-economics ? Celle du fonds du gouffre du printemps 2001 ou de l'après 11 septembre, avant la remontée ?

la prophétie, l'anticipation auto réalisatrice. Notons encore qu'il existe toujours les contreparties de ceux, minoritaires, qui nient cette convention dominante, jusqu'au prix d'équilibre. Ce panurgisme serait fondé sur la non efficacité des marchés où chacun est censé se forger sa propre opinion sur celle des autres et non pas sur les références à la sphère réelle qui détermine les fondamentaux. C'est le « *marché autoréférent* ». Pourtant, Orléan cite bien l'intervention des « *contrarians* »¹ dans la spéculation dont George Soros² est l'archétype et qui est l'exact contre-pied de la théorie de l'efficacité des marchés. Et là, on a du mal à suivre Orléan dans ses hésitations entre la théorie mimétique qu'il défend et celle des marchés efficaces qu'il critique : « *Une telle stratégie n'est pas toujours gagnante, mais elle définit l'âme de la spéculation : jouer contre les conventions* »³. Toute convention sera perpétuellement changée, par la spéculation et le jeu des *contrarians*, plus généralement par le jeu de l'offre et de la demande des « orthodoxes ». Orléan est également gêné pour opposer la « *convention de normalité* » à la théorie de l'efficacité des marchés qui détermine les cours : « *L'hypothèse d'efficacité nous dit que le prix reflète pleinement et correctement toute l'information disponible à l'instant considéré. Mais quel sens donner à "pleinement et correctement" ? Si cela signifie pleinement et correctement relativement aux capacités cognitives des intervenants sur le marché, alors nous ne sommes pas loin de notre propre analyse et de la conception keynésienne* »⁴. Il reproche juste à la théorie adverse de ne se référer qu'aux données fondamentales, ce qu'elle ne fait pas, toute information pouvant en effet donner le comportement analysé par Keynes du titre qui vaut 20, 25 ou 30. Orléan reconnaît par ailleurs que la « convention d'interprétation » n'est pas non plus très éloignée de la valeur fondamentale, sauf que cette valeur est filtrée par des modèles d'interprétation, des paradigmes qui peuvent être remis en cause à tout instant.

La « *spéculation autoréférentielle* », André Orléan l'applique à ce que dit Keynes du taux d'intérêt correspondant à une convention - donc « mauvaise » selon Orléan - qui ne permet pas le plein-emploi. « *Cette analyse de Keynes est proprement révolutionnaire. ... Pour Keynes, ce qui fait obstacle au plein-emploi, ce n'est pas la rareté objective du capital, mais la valeur dont les individus se représentent la valeur normale du taux d'intérêt. Ils croient en une valeur trop élevée pour permettre le plein-emploi. Entre les hommes et leur bonheur, ce qui fait obstacle, ce ne sont plus des contraintes naturelles exogènes mais leur propre croyance* »⁵. Or la partie où Keynes donne cette analyse est au contraire celle où il nous explique que l'intérêt du capital est en fait une rente de rareté, donc indue, le capital faisant tout pour maintenir artificiellement cette rareté, donc ses revenus. Pas du mimétisme, une convention erronée par un *malheureux hasard*, mais des *intérêts objectifs* bien compris des rentiers.

Orléan semble entrevoir certains rapprochements possibles entre la théorie mimétique et la théorie « fondamentaliste » des marchés efficaces. « *Pour l'économie théorique orthodoxe, il existe toujours un point de vue englobant et unificateur, celui de la rationalité et du calcul économique : parce que la rationalité instrumentale pondère les divers objectifs selon leur priorité, elle dissout les hétérogénéités, réconcilie les oppositions et produit une évaluation unificatrice* »⁶. Jusque là on croit plutôt trouver une définition du point de vue du mimétisme car en grande partie, la théorie des marchés efficaces est fondé sur les oppositions des points

¹ En utilisant une analyse d'Olivier Davanne où ce dernier propose une typologie en quatre groupes des acteurs sur le marché : les *fondamentalistes*, les *fondamentalistes sceptiques*, les *chartistes* et les *contrarians* (Orléan, op. cit. pp. 89 et suivantes).

² George Soros, *L'alchimie de la finance*, Paris, Valor Editions, 1998.

³ Orléans, op. cit. p. 92.

⁴ Ibid. p. 139.

⁵ Ibid. p. 85.

⁶ Orléans, op. cit. pp. 48-49.

de vue – celui de l’offre en face de celui de la demande qui ne s’équilibrent... qu’à l’équilibre¹. Orléan se trompe de cible en continuant : « *L’idée d’une contradiction au sein de la finance entre deux logiques d’évaluation, la spéculation et l’entreprise, l’une portée par l’investisseur financier et l’autre par l’entrepreneur, n’avait aucune chance d’être entendue : aux yeux de la pensée orthodoxe, une seule évaluation doit finir par l’emporter, la bonne* »².

Qu’il existe une contradiction entre le « capital industriel », plus exactement les noyaux durs et autres pactes d’actionnaires stables, et le « capital financier » est une évidence : les premiers, avec leur « entrepreneur », aimeraient bien ouvrir leur capital aux petits porteurs mais garder le pouvoir et le contrôle de « leur entreprise ». Qu’il existe une guerre, des luttes de classes à fleuret moucheté, entre les entrepreneurs et les propriétaires « fondateurs », entre cet ensemble et le capital financier des autres actionnaires, entre les actionnaires et les obligataires - ...peut être même entre « le » capital et les salariés – ne fait pas le moindre doute³ ; que la *governance*, la *création de valeur actionnariale* soit l’arme des fonds de pension, est une évidence. Mais c’est justement là que l’unité entre le fondamentalisme et la « pure » spéculation se retrouve. On force les gestionnaires à assurer une croissance forte des rentabilités, avec effets de levier, rachats de ses propres actions, etc. et on les sanctionne sévèrement en cas de *profit warning*. D’autant plus que les fonds de pension doivent bien maximiser leur rentabilité à court terme pour assurer les retraites. Le capital financier d’Hilferding, sans fonds de pension, ne disait pas grand chose de différent il y aura bientôt un siècle.

Que ces processus induisent l’ « *individualisme patrimonial* »⁴ et la *financiarisation*, ne fait pas non plus le moindre doute. Mais on peut tout aussi bien y arriver à l’aune de la théorie de l’efficience des marchés.

*** La diversité et l’opposition des opérateurs plus que le mimétisme chez Aglietta**

Aglietta ne fait plus, dans ses travaux récents⁵, que des références assez discrètes à la théorie du mimétisme ; il admet – et c’est un argument de poids contre la théorie libérale - que les comportements des uns peuvent influencer celui des autres, contrairement à la théorie des marchés efficients. En fait, il insiste maintenant surtout sur la *diversité des opérateurs* : les « *teneurs de marché* » (*market makers*) sont les professionnels fondamentalistes, les agents qui utilisent le marché pour leurs besoins de liquidité ; les « *investisseurs institutionnels ou individuels qui ont des fonds à placer mais qui ne sont pas informés* » sont des « *noisy traders* » qui achètent quand les prix montent et inversement ; les « *assureurs de portefeuille* », grands investisseurs institutionnels utilisent le mécanisme de l’assurance par le jeu des options.

Ces deux derniers groupes ont une fonction de demande croissante avec le niveau des cours ; quand commence une tendance haussière, ils pensent qu’elle va persister (analyse statistique

¹ La question marchés efficients versus mimétisme est plus délicate. Pour une information connue de tous, le modèle du *MEDAFE* de Sharpe correspond (voir Bernstein, op. cit. p. 196) à l’ « *hypothèse selon laquelle tous les investisseurs forment les mêmes prévisions* ». Elle fut d’abord critiquée car « *contre-intuitive* » si l’on admet que le marché financier suppose des oppositions entre les acheteurs et demandeurs *avant* l’établissement de l’équilibre. A l’équilibre, la théorie des marchés efficients n’est pas en contradiction avec la théorie mimétique.

² Ibid. p. 49.

³ Voir les théories des contradictions entre les différentes parties prenantes de l’entreprise ; voir également (chapitre 9) le point de vue de Keynes sur cette « lutte de classes »

⁴ Il s’agit du dernier chapitre avant la conclusion du livre d’Orléan. Il s’agit des méthodes d’influence des fonds de pension sur le management des entreprises dont ils contrôlent en général une forte minorité. Elle ne passe pas par les Conseils d’administration mais par l’influence médiatique.

⁵ Aglietta, *Macroéconomie financière*, op. cit. pp. 28 et suivantes.

ou graphique¹). Les autres groupes ont au contraire une réaction inverse : ils vendent quand les prix baissent et achètent quand les prix montent. Ces deux réactions contradictoires permettent d'ailleurs un certain équilibre du marché et renforcerait plutôt la théorie de l'efficience. Sauf que le mimétisme peut entraîner des amplifications – quand les *assureurs de portefeuille* suivent les *noisy traders* après un renversement de tendance. En cas d'efficience des marchés, la variation des prix des actifs devrait être bornée par les évolutions des fondamentaux ; or on note une volatilité excessive, des *surajustements*. Ce fut le cas lors du krach de 1987. Aglietta montre que plusieurs équilibres sont possibles, dont certains instables qui peuvent faire éclater la bulle. Les marchés spéculatifs sont donc très instables, volatils, mais sont bien, si l'on suit Aglietta, des confrontations, certes instables, d'offre et de demandes contradictoires.

La théorie du mimétisme est peut-être à la théorie de l'efficience par les contradictions de l'offre et de la demande sur les marchés, ce que le réformisme social par le consensus et la conquête d'une majorité par les élections – il suffit de quelques centaines de voix pour faire la différence - est à la lutte et aux contradictions des spéculateurs sur les mêmes marchés. De même que la théorie de la *Violence de la monnaie* est en fait une *théorie de la non-violence, plus exactement de la contre violence de la monnaie*, de l'équilibre des contradictions violentes des oppositions sociales. « *La structure sociale qui permet l'obtention d'un tel résultat est le marché : Le marché financier organise la confrontation entre les opinions personnelles des investisseurs de façon à produire un jugement collectif qui ait le statut d'une évaluation de référence. ... Le marché financier, parce qu'il institue l'opinion collective comme norme de référence, produit une évaluation du titre reconnue unanimement par la communauté financière* »². Dans les jeux des enfants, on peut faire « pouce » : le « pouce » de la guerre financière sur les marchés financiers, c'est la liquidité, le meilleur moyen, comme dans les jeux vidéo, d'avoir « plusieurs vies », de pouvoir rejouer en ayant perdu quelques « points de vie » à condition de se dégager à temps. Pour Orléan, ce moyen fondamental est une règle bizarre : « *C'est là le point central de notre analyse : la liquidité est un pur artefact ; elle est même une transgression* »³.

Au risque de nous faire accuser de promoteur de la théorie orthodoxe de l'efficience des marchés, osons affirmer : ce sont toujours les *contradictions* des offreurs et des demandeurs qui produisent le *consensus*, sauf en cas de crise grave, de *suspension des cotations* – de « fermeture » des marchés - quand n'existent pas de contreparties à des offres ou à des demandes⁴. Le « marché équilibré » n'est que *la guerre qui se transforme en paix* après qu'un camp a gagné contre un autre, après la résolution des contradictions, après une augmentation de 1 ou 2 % - ou 10 ou 20 % - ou une diminution du même montant des cours. Il n'y a pas plus de contradiction entre la théorie du mimétisme et celle des marchés efficients qu'entre la constatation qu'après une bataille où l'on constate que l'Alsace-Lorraine, ou la Pologne, ou - pour faire encore plus géostratégique - les pays de l'Europe Orientale, sont passés de l'empire de l'Est à celui de l'Ouest⁵ ou vice versa. On fait toujours la guerre pour obtenir la paix ; le

¹ On a vu plus haut que les tenants de l'efficience des marchés (voir Bernstein, op. cit.) montrent que cette technique est en général illusoire.

² Op. cit. p. 32.

³ Ibid. p. 32.

⁴ « *Sur un marché très peu liquide, écrit Orléan, le prix affiché exprime uniquement le prix auquel la transaction a eu lieu, sans qu'on puisse en déduire quoi que ce soit pour la prochaine transaction. Un tel prix n'est guère utilisé par les investisseurs. La crise d'octobre 1987 nous fournira l'illustration d'une telle illiquidité donnant lieu à d'importants décalages dans les cours. Lorsque les ordres d'achat ne trouvent plus de contrepartie, la liquidité peut même s'assécher totalement. C'est ce qu'on appelle un krach boursier* » (ibid. p. 38).

⁵ Référence littéraire à 1984, de George Orwell.

■ marché financier met toujours en opposition des offreurs et des demandeurs pour obtenir un cours équilibré.

3 – Le principe d’incertitude généralisé par la double spéculation sur les marchés financiers

31 – Dans quel sens faut-il prendre la relation entre le taux d’intérêt r et la valeur de marché V des titres ? $r \rightarrow V$ ou $V \rightarrow r$?

On se place ici dans les hypothèses de concurrence, pas forcément pure et parfaite, où le marché des biens – ou le circuit économique - est assuré par un nombre de branches ou secteurs et de firmes « en grand nombre ». Il va de soi qu’en cas de monopole absolu (une seule entreprise publique pour tous les secteurs) de monopole pour chaque branche ou d’oligopole, le principe d’incertitude généralisé disparaît ou est amoindri¹. Chaque firme est cotée en bourse, de même que les titres de créance, limités ici aux seules obligations ou titres longs dont la valeur de marché fluctue avec le taux d’intérêt.

Le lien de causalité le plus commun pour lier le taux d’intérêt² r et les valeurs de marché V des titres *longs* (obligations et actions) est celui qui va de r vers V ($r \rightarrow V$) : si r augmente (versus diminue) *pour des bénéfices futurs anticipés* donnés des actions, la valeur des actions comme des obligations diminue (versus augmente). Dans ce cas, le taux d’intérêt apparaît autonome ; il ne peut dépendre alors que de la création monétaire, spontanée ou orientée par la politique monétaire. Mais on peut inverser l’analyse et montrer que la valeur de marché des *actions* influence celle des *obligations* et donc r : la causalité va dans ce cas de V vers r ($V \rightarrow r$). De quoi s’agit-il en un mot. Si la valeur des *seules* actions augmente (versus diminue) *pour un taux d’intérêt (provisoirement) donné*, par l’augmentation (versus la diminution) des *bénéfices futurs anticipés*, la valeur des obligations peut baisser (versus augmenter) par arbitrage – on délaisse (versus on se précipite vers) les obligations pour les actions (versus on les délaisse) - et entraîne une augmentation (versus une diminution) de r . Ce qui induit une rétroaction faisant baisser (versus hausser) la valeur des actions qui contrarie l’action initiale et présente donc un effet régulateur.

L’opposition des deux processus est dans la réalité difficile à isoler. Car le financement bancaire de la spéculation sur les marchés actions est évidemment possible et courant. Et surtout parce que l’on ne peut oublier le volontarisme de la politique monétaire – qu’elle se donne comme objectif le taux d’intérêt et/ou le contrôle des prix – qui peut contrecarrer ou accompagner les processus spontanés.

Nous tenterons néanmoins d’isoler au niveau théorique les deux phénomènes $r \rightarrow V$ ou $V \rightarrow r$, en commençant par le second rarement abordé, alors que le premier est bien connu et largement explicité et commenté. Une tentative de synthèse théorique s’impose évidemment en troisième lieu.

¹ On y reviendra plus loin.

² Nous ne posons pas ici la question supplémentaire de la différence entre le taux nominal et le taux réel ; de même, on suppose qu’il n’existe qu’un taux d’intérêt sans risque ou à risque unique, comme dans toutes les analyses macroéconomiques.

*** $V \rightarrow r$: la hausse du cours des actions, en cas de hausse anticipée des profits économiques, fait chuter la valeur de marché des obligations et donc augmenter le taux d'intérêt, et inversement**

Imaginons que l'on puisse anticiper une variation du taux d'intérêt en dehors des effets de la création ou destruction de monnaie¹ et/ou d'une politique monétaire². Autrement dit, proposons une expérience « d'économie pure », de laboratoire. On peut montrer que dans ce cas, la variation des cours des actions induira une variation de même sens, « spontanément », du taux d'intérêt : si le cours des actions augmente, le taux d'intérêt augmentera ; et inversement.

■ Keynes propose bien une liaison $V \rightarrow r$, mais dans le mauvais sens...

Dans la *Théorie générale*, Keynes affirme que le cours des actions aura une influence sur *ce qui ressemble au taux d'intérêt*, donc, dans son esprit, sur l'investissement : « *Cependant, les réévaluations journalières du Stock Exchange, bien qu'elles soient surtout destinées à faciliter les transferts d'investissements anciens d'un individu à un autre, exercent nécessairement une influence décisive sur le flux de l'investissement courant. Il serait absurde en effet de créer une entreprise nouvelle à un certain coût si l'on peut acquérir à un coût moindre une entreprise existante du même genre ; inversement, on est incité à dépenser pour la création d'un actif nouveau une somme qui peut sembler extravagante si cet actif peut être cédé sur un marché avec un bénéfice immédiat* »³. Exactement le type de causalité $V \rightarrow r$ que nous sommes en train de présenter, mais avec une conséquence exactement inverse : r ne va pas baisser mais augmenter. Pourquoi cette contradiction ? Il précise que les deux analyses « *reviennent au même* » ; mais en fait, il confond tout simplement et de façon étonnante la hausse de l'*EMAC* et la baisse du taux d'intérêt puisqu'elles ont la même conséquence. Toute la confusion réside dans cette analyse où le taux d'intérêt hérité de la seule sphère monétaire ne peut pas dépendre pour Keynes de l'*EMAC* léguée par la sphère réelle. Ne mettant pas en lumière la *dynamique* du couple des deux marchés actions et obligations, il ne peut s'apercevoir que quand le cours des actions augmente, le taux d'intérêt augmente également ; il s'efforce alors de montrer que tout se passe comme s'il baissait !

On considère souvent qu'il existe un avantage pour une société à augmenter son capital quand le cours de ses actions s'élève. En effet, le rapport entre le bénéfice *actuel* et la valeur de marché augmente et le *coût apparent actuel* des capitaux propres diminue ; c'est la théorie du coût du capital dans le cas des seuls capitaux propres⁴.

¹ On supposera ici un non financement de la spéculation boursière par le crédit bancaire.

² Cette expérience est difficile à mettre en œuvre ; c'est pourtant celle-là que nous proposera Keynes – mais en sortant rapidement de ses hypothèses – pour nous expliquer que, pour une offre de monnaie donnée, la demande de monnaie pour motif de spéculation va varier selon les variations du taux d'intérêt.

³ *Théorie générale*, op. cit. p. 163. La liaison entre le cours des actions et l'investissement serait donc la suivante : si le cours augmente, l'investissement augmente, car on est dissuadé d'acheter des actions chères et l'investissement physique pourra être revendu avec une plus-value. Et vice-versa. Keynes assimile donc dans la *Théorie générale*, la hausse des cours des actions à une sorte de baisse du taux d'intérêt, et inversement. Explicitement, dans le *Treatise*, cette baisse était assimilée à celle du taux d'intérêt ; il le dit et le regrette, mais reste peu clair. Il préfère donc dans la *Théorie générale* – c'est l'une de ses nombreuses autocritiques du *Treatise* – l'analyser comme une hausse de l'efficacité marginale du capital des actifs correspondants et non plus comme une baisse du taux d'intérêt : « *Nous décrivirions maintenant cet état de chose en disant que l'élévation du cours des titres existants implique une hausse de l'efficacité marginale du type de capital correspondant et produit par suite le même effet qu'une baisse du taux de l'intérêt (puisqu'il le flux d'investissement dépend de l'écart entre l'efficacité marginale du capital et le taux d'intérêt)* » (note, *ibid.* p. 163).

⁴ C'est ce que dit à peu près Keynes en notant : « *... si les actions d'une société sont cotées assez cher pour qu'elle puisse augmenter son capital en émettant à des conditions favorables des actions nouvelles, les conséquences qui en découlent sont les mêmes que si elle pouvait emprunter à un taux réduit* ».

Or, les actions n'augmentent, *pour un taux d'intérêt donné*, que parce que l'on s'attend à une progression des bénéfices futurs : pour Keynes, il s'agit de la hausse de l'*EMAC*¹. En cas de hausse des actions, par l'augmentation des bénéfices futurs anticipés, le « coût » des capitaux propres retrouvera donc à terme son niveau initial et la baisse de ce qui ressemble à un taux d'intérêt apparent pour la société n'est donc que provisoire. L'avantage d'une augmentation de capital dans ce cas est essentiellement son succès², c'est-à-dire que toutes les nouvelles actions seront rapidement souscrites ; cet avantage ne permet seulement que d'obtenir de l'argent mais ne crée absolument aucune valeur. De plus ce succès n'est assuré que si et seulement si les marchés anticipent que les actions continueront à augmenter.

La dynamique du double marché des obligations et des actions

Par la dynamique de marché, le taux d'intérêt ne va pas baisser d'un iota, au contraire il va augmenter si toutes les actions s'envolent. Pourquoi ?

Si les entreprises et les spéculateurs anticipent, *pour un taux d'intérêt donné aujourd'hui* (celui du marché : le rendement des obligations) une hausse des profits économiques futurs à partir des profits actuels, le cours des actions va augmenter sans que le risque n'augmente. Il sera plus intéressant de posséder des actions que des obligations : une majorité vendra ses obligations³ sur le marché secondaire - à une minorité qui pense évidemment le contraire - pour se tourner vers les actions, la valeur de marché des obligations diminuera et *r* augmentera⁴. Les obligataires les moins rapides au changement constateront des moins-values et ne bénéficieront que de peu de plus-values potentielles ou réelles sur les actions s'ils achètent trop tard. Seuls les rapides se dégageront immédiatement du marché obligataire et achèteront tout de suite les actions au départ de leur mouvement de hausse : on retrouve l'adage « sell high, buy low and go golf » transposé sur le double marché financier.

Si les entreprises et les spéculateurs anticipent au contraire une baisse des profits économiques futurs, le cours des actions va baisser. Il sera moins intéressant de posséder des actions que des obligations. Une majorité achètera frileusement des obligations en délaissant le compartiment actions, les cours des obligations augmentera et *r* diminuera.

On retrouve par cette logique de marché les conclusions d'Adam Smith qui voyait dans l'intérêt et ses fluctuations un dérivé du taux de profit, avec un différentiel qu'il nommait justement *prime de risque* entre le taux de profit des capitalistes propriétaires et le taux d'intérêts des simples créanciers. De façon *endogène*, on ne peut donc expliquer les fluctuations du taux d'intérêt – il s'agit des taux longs – que par celles des profits

¹ Cette hausse peut paraître curieuse en absence d'investissements nouveaux ; mais il n'indique pas que la hausse des cours est due à un investissement nouveau, un nouveau produit, bref une innovation au sens de Schumpeter ; il n'analyse que la conséquence de cette hausse sur l'investissement. Or, la hausse des actions peut se produire sans que la structure des entreprises ne soit modifiée par un investissement : il suffit que les perspectives économique s'améliorent, notamment la croissance des débouchés anticipés si les capacités sont sous-utilisées. Il peut s'agir également de fusions, de fusions acquisitions ou tout autre phénomène de concentrations, telles les *Mégafusions* actuelles qui induisent des synergies, donc une croissance future des bénéfices – elles sont faites pour cela !

² Il va de soi, comme pour France Télécom avec Orange début 2001, que si la mise en bourse d'une filiale avait pour but d'éponger son coût d'acquisition financé par endettement, et que les cours des actions du secteur s'écroulent, l'opération est un grave échec augmentant de façon grave le risque de l'endettement.

³ Si par contre les actions sont achetées non pas grâce à des ventes d'obligation, mais en recourant au crédit bancaire, ce qui est dans la pratique assez courant, on sort de nos hypothèses. On y reviendra plus loin.

⁴ Exactement par la même mécanique que celle de l'effet Keynes, mais en inversant les causes et les effets. Dans l'effet Keynes, c'est l'augmentation (versus la diminution) du taux d'intérêt qui fait baisser (versus augmenter) la valeur des obligations, une variation de la consommation en découlant. Ici, c'est la valeur des obligations qui augmentant (versus baissant), va faire augmenter (versus baisser) le taux d'intérêt, le taux de rendement des obligations.

économiques réels. Le taux d'intérêt n'est fondamentalement que l'avatar du taux de profit, de la rentabilité économique.

*** $r \rightarrow V$: l'augmentation du taux d'intérêt fait à la fois chuter les valeurs de marché des obligations et des actions pour des profits anticipés donnés**

Autre expérience d'économie pure, en supposant constants les profits futurs anticipés des entreprises : c'est le théorème de base de la bourse face aux craintes des politiques monétaires et le pont aux ânes des apprentis gestionnaires et économistes¹. Mais cette mécanique n'a de sens qu'à l'équilibre, en absence de croissance, d'innovation, bref en analyse statique. Pour une rentabilité économique anticipée donnée, toute hausse (versus baisse) de r induit en effet la baisse (versus la hausse) des cours, obligations et actions : pour une prime de risque donnée, les cours fondamentaux des obligations sont calculés par l'actualisation des coupons constants² et ceux des actions par celle des profits futurs, ici constants par hypothèse. La variation du taux d'intérêt est dans ce cas fondamentalement³ *exogène*, elle provient surtout de la politique monétaire des autorités : Banques centrales dominées par l'Etat et sa politique monétaire dans l'« ancien régime » *d'économie d'endettement* ou au contraire Banques centrales indépendantes, garante de la lutte contre l'inflation et la défense du taux de change, dans le « nouveau régime » *de l'économie de marché de capitaux*, peu importe ici.

Si les autorités monétaires veulent lutter contre l'inflation et/ou freiner l'activité économique, ils augmentent les taux courts du marché monétaires (par différentes techniques, soit en jouant directement sur les taux, soit en jouant sur la quantité de la masse monétaire en circulation). Si les *canaux de transmission* des taux courts vers les taux longs ne sont pas bouchés ou gelés - ce qui arrive souvent - les taux longs augmentent et les titres chutent⁴. La politique inverse présente, avec les mêmes contraintes, l'effet inverse.

¹ Voir par exemple la bonne synthèse d'Agnès Bénassy-Quéré, Laurence Boone et Virginie Coudert, *Les taux d'intérêt*, Repères, La Découverte, Paris, 1998.

² Pour les obligations à taux fixes ; nous n'abordons pas le cas des obligations à taux variables où la variation du taux d'intérêt a peu d'influence sur leur cours.

³ Le cas du financement des acquisitions d'actions par le crédit bancaire ne peut se poser ici directement ; il peut par contre se poser dans la suite du processus : en cas de baisse des taux d'intérêt, le cours des actions augmente et peut tenter une spéculation par financement bancaire.

⁴ C'était la politique de Greenspan, le patron de la Fed américaine en 1999 et 2000 pour faire atterrir en douceur l'économie américaine avant que la bulle financière n'éclatât dans un bain de sang - comme disent avec leur humour noir les boursiers. Début avril 2000, au milieu d'un vrai faux krach boursier sur la *Nouvelle économie*, Greenspan se défendait dans une conférence à la Maison blanche d'être le responsable du krach par ses augmentations des taux courts, mais persistait discrètement à penser que *l'effet richesse* dû à la bulle était la source principale de la demande effrénée, d'ailleurs pas encore inflationniste, malgré le choc pétrolier 1999-2000 persistant. Fin 2000 et début 2001, on fait semblant de croire avec effroi qu'une grave récession menace les Etats-Unis et le monde ; les *profits warnings* (« mises en garde » ou « avertissements ») ont fait éclater la bulle de l'ex-Nouvelle Economie et le *soft landing* sera peut-être un atterrissage à l'américaine, en langage d'aviation, un peu plus brusque que prévu par Greenspan. La politique inverse de baisse des taux d'intérêt directeurs est maintenant pratiquée pour éviter une récession trop forte ; Greenspan juge que le taux de croissance de l'économie américaine doit se trouver début 2001 autour de zéro et l'industrie manufacturière est bien en récession. L'avion aurait atterri sans trop de casse et serait donc à l'arrêt ; Greenspan répète les baisses de taux directeur pour le refaire décoller.

Nous écrivions ces lignes avant le 11 septembre 2001. Les trois crashes suicides ont évidemment modifié la donne : la politique monétaire de baisse des taux s'accélère.

* La synthèse théorique des deux mouvements

La spéculation régulatrice...

On a compris que dans le cas où le rôle moteur est dévolu aux actions et aux phénomènes réels des profits économiques, le cours des obligations devrait varier théoriquement en sens inverse de celui des actions et les taux longs accompagner à la hausse celle de la rentabilité des actionnaires. Cependant *si* la prime de risque R reste constante, le taux de rentabilité économique désiré risque de grimper et le taux d'actualisation des profits futurs en hausse de monter avec elle. Or la valeur de marché théorique d'une action restant toujours la somme de ses revenus futurs actualisés ; si le taux d'actualisation augmente, les profits futurs augmentant, l'augmentation de la valeur de marché des actions reste relativement indéterminée, et avec elle le taux de rentabilité réel des investissements financiers.

... mais avec principe d'incertitude

La valeur de marché *actuelle* des actions, le taux de rentabilité effectif *actuel*, le taux d'intérêt et la prime de risque économique R ($R = re - r$) sont évidemment connus : « la bourse ne se trompe jamais », et même si elle se trompe, elle détermine bien ces variables à chaque instant. Cette spéculation régulatrice rend néanmoins pratiquement *indéterminable* théoriquement donc, par le calcul à partir des « fondamentaux », à la fois : la valeur de marché futur des actions ; le taux de rentabilité désiré *actuel* – ladite prime de risque¹ n'est pas une constante ; le taux de rentabilité réel effectif *anticipé*. On dépasse donc de très loin l'incertitude radicale de l'avenir de Keynes où seul l'avenir est incertain : c'est bien le présent sous la forme du taux de rentabilité désiré qui est incertain.

Ce principe d'incertitude de la physique quantique d'Heisenberg est empiriquement démontré par la théorie financière moderne, même celle des marchés efficients ; on l'a rappelé plus haut avec les rapprochements avec les mouvements browniens et la théorie de *la marche au hasard*, reprenant les intuitions géniales et les démonstrations mathématiques de Bachelier d'il y a un siècle. Ce qui n'est pas démontré, c'est l'incertitude radicale de la notion de taux de rentabilité désiré, de coût du capital désiré, *CMPC* ou « coût » des fonds propres et des dettes. Toute la théorie financière des marchés efficients est fondée sur cette notion de « coût » du capital ou de rentabilité désirés en prenant ses désirs pour la réalité. La rentabilité désirée est à la fois une chimère et une Chimère², un monstre mythique : le taux de rentabilité désiré, le *CMPC* a un corps à la fois de coût des capitaux propres (le lion) et des dettes (la chèvre) et une « queue » de prime de risque.

32 – Théories et pratiques des relations entre le taux d'intérêt et les cours boursiers

La théorie financière moderne semble ignorer totalement la prédominance de la liaison principale $V \rightarrow r$. Pourtant elle saute aux yeux depuis le « *changement d'ère* » du 11 septembre ; on y reviendra. Un exemple de cet aveuglement : le livre récent de Brender et Pisani³. On s'attend au paragraphe « *Des taux d'intérêt des obligations au cours boursiers* » à

¹ Cette prime de risque n'est qu'une illusion : elle n'est qu'un différentiel de profit qui va réellement varier avec les profits et rentabilités réels.

² « Chimère (la), monstre fabuleux, dont le corps, d'après Homère, tenait moitié du lion, moitié de la chèvre et qui avait la queue d'un dragon » ; la chimère (nom devenu commun) est une « idée fautive, une imagination vaine » (Nouveau Petit Larousse illustré, 113^e édition, 1956).

³ Op. cit. pp. 72 et 73.

ce que la question soit au moins posée. Que nenni ! « *Le cours des actions, rappelons-le, est étroitement lié à celui des obligations ... Le lien entre marché des obligations et marché boursier est clair : toutes choses égales par ailleurs, une baisse du cours des obligations ou une hausse du taux d'intérêt implique une baisse du cours des actions... [et vice versa] ... Les mouvements de taux d'intérêt ont donc toute raison d'affecter les indices boursiers. L'évolution des seconds reflètent, pour une part, l'information contenue dans celle des premiers* ». Comment peut-on être à ce point aveuglé et répéter les litanies ancestrales des néoclassiques qui ne voient, comme le répéta Keynes, que le marché des obligations et préfèrent se crever les yeux devant la dominance du marché des actions. A moins que cet aveuglement ne réponde au désirs des actionnaires qui réclament – en opposition à leurs collègues nouveaux obligataires¹ - que les Banques centrales « fasse quelque chose » pour relancer les cours boursiers. Comment peut-on garder des œillères ou des lunettes noires, quand depuis le 11 septembre les taux longs suivent presque parfaitement – il existe évidemment des exceptions – le niveau des cours des actions dans le sens $V \rightarrow r$! Comment ne pas remarquer que malgré la baisse des taux d'intervention de la *Fed*, suivie par la *BCE*, les taux longs ont rebondi² parallèlement à la reprise des marchés actions de novembre 2001 à janvier 2002 ! Ce n'est plus du domaine de la théorie économique et financière, mais du divan des psychanalystes...

* Quelques repères théoriques dans l'histoire de la pensée économique concernant la liaison entre le taux d'intérêt et le taux de profit et la valeur de marché des actions

De Petty à Alfred Marshall

Le premier économiste à trouver une relation positive entre le taux d'intérêt et la rentabilité est Petty³ qui, par ses statistiques ou « arithmétique politique » à la fin du XVII^e siècle, à partir de la rente foncière, voit une liaison qui permet de préfigurer l'indétermination du taux de rentabilité désiré par les investisseurs et de la valeur de marché des actions. En effet, le prix de la terre s'élèvera pour un taux d'intérêt donné, si s'élève la rente foncière prévue dans l'avenir ; inversement, le taux d'intérêt devrait suivre la rentabilité de la terre et son prix rester constant. Cantillon semble également considérer une liaison positive entre le taux d'intérêt et la valeur des titres⁴. Par contre Turgot⁵ anticipe (bien que compagnon de route des physiocrates, à partir d'un raisonnement mercantiliste qui sera repris par Keynes), la « baisse tendancielle du taux d'intérêt » que l'on trouve avec des nuances et des effets contraires chez Marx.

C'est en France qu'une théorie non monétaire des crises apparut ; il s'agit de l'embryon d'une théorie financière de la crise. Clément Juglar⁶ les décrit mais explique également le boom par

¹ Les anciens obligataires ont également intérêt à ce que les taux d'intérêt diminuent, ce qui dope la valeur de marché des obligations anciennes...

² Voir plus loin.

³ Voir Etner, op. cit. p. 55. Petty raisonnait en considérant que la rente de la terre devait faire vivre une génération d'environ 20 ans ; ce qui revenait en gros à un taux de capitalisation de 5% qu'il assimilait au taux d'intérêt. La valeur de la terre en tant que capitalisation d'une rente sera reprise pour tout capital induisant des revenus, par les classiques et plus tard par la théorie néoclassique, en particulier Irving Fisher, enfin Milton Friedman et sa théorie du *revenu permanent*.

⁴ Voir également Etner, op. cit. p.56. En cas de spéculation sur les titres (en 1720 sur les actions de la Compagnie de la Mer du Sud), on emprunte à n'importe quel taux et cette « demande de monnaie » fait croître le taux d'intérêt.

⁵ Toujours selon Etner, op. cit. p. 56. Selon Turgot, « *C'est l'abondance des capitaux qui anime toutes les entreprises, et le bas intérêt de l'argent est tout à la fois l'effet et l'indice de l'abondance des capitaux* ».

⁶ Op. cité, en 1862.

le bas taux d'intérêt qui permet d'emprunter pour spéculer sur les actions et détermine en passant la quantité de monnaie. Le point principal mis en valeur n'est plus la politique monétaire ou le laxisme naturel des banques qui créeraient trop de monnaie, comme chez Wicksell, mais les forces réelles de l'économie par l'intermédiaire des marchés financiers. Il met *presque à l'endroit* ce que Keynes passera son temps à mettre à l'envers : pour Keynes c'est l'offre de monnaie, pour un comportement de demande donné, qui fera varier le taux d'intérêt, alors que sa demande de monnaie pour motif de spéculation est bien « l'envers » du marché financier limité aux seules obligations ; pour Juglar, c'est le bas taux d'intérêt qui permet la spéculation. Mais Juglar ne déduit pas le taux d'intérêt de la spéculation sur les marchés boursiers.

Alfred Marshall pensait-il également à une détermination du taux d'intérêt par autre chose que la simple productivité marginale du « capital nouveau » ? Ce n'est pas impossible. Il élabore en 1887¹, à la fin de la Grande dépression, une théorie selon laquelle le taux d'intérêt peut influencer le niveau des prix : « *Pour Marshall, l'évolution des prix dépend directement du mouvement du taux d'escompte, le taux d'escompte moyen dépend du taux d'intérêt moyen, et ce dernier est exclusivement déterminé par la rentabilité des affaires* »² ; on ne peut trouver meilleure défense de notre point de vue : Marshall reprend en fait, de par ses influences classiques, la théorie du taux d'intérêt dépendant du taux de profit – « *la rentabilité des affaires* ».

■ Le paradoxe de Gibson

Le « *paradoxe de Gibson* » est probablement la principale référence au débat $r \rightarrow V$ ou $V \rightarrow r$. Ce paradoxe est le suivant, souligné par Keynes qui lui attribue ce qualificatif, Gibson l'ayant mis en valeur : logiquement, un taux d'intérêt bas doit relancer l'activité, et inversement. Or après 1850, le taux d'intérêt est relativement élevé par rapport à la croissance et l'activité en hausse ; de même pendant la dépression longue de la fin du XIX^e siècle, le taux d'intérêt est relativement bas, toujours par rapport à la croissance - peut-être sous l'influence des politiques monétaires contracycliques proposées par exemple en Angleterre par Marshall – et rebondit avec l'expansion qui recommence en 1895. La théorie économique enseignait au contraire – et continue au début du troisième millénaire – que le taux d'intérêt bas correspondait aux phases d'expansion et le taux élevé aux phases de dépression. L'énigme devient facile à résoudre si on comprend l'influence très « classique » du taux de profit sur le taux d'intérêt – donc de la hausse de la valeur des actions qui induit celle de r ; elle reste une énigme pour les néoclassiques et Keynes qui ne voient dans le faible niveau du taux d'intérêt que la cause de la hausse de l'investissement et de celle de la valeur des titres.

Toute la question – outre la distinction entre taux nominal et réel et la vérification empirique de ces différentes corrélations - est évidemment de distinguer ce que sont les mouvements de longue période où un taux d'intérêt élevé doit correspondre à un taux de profit de vaches grasses et inversement, et ce que sont les mouvements conjoncturels cycliques où au contraire un bas taux d'intérêt correspond au boom et un taux élevé à la crise. Ce qui est d'autant plus difficile si de longues périodes d'expansion sont, pour des raisons de rapports sociaux, et de politique économique correspondante, dues à une volonté politique d'euthanasie des rentiers. C'est sans doute le cas pour les Trente glorieuses où les taux d'intérêt réels étaient bas, les taux de rentabilité corrects, malgré un partage de la valeur ajoutée favorable aux salariés.

¹ Voir Pribram, op. cit. pp. 338 et suivantes.

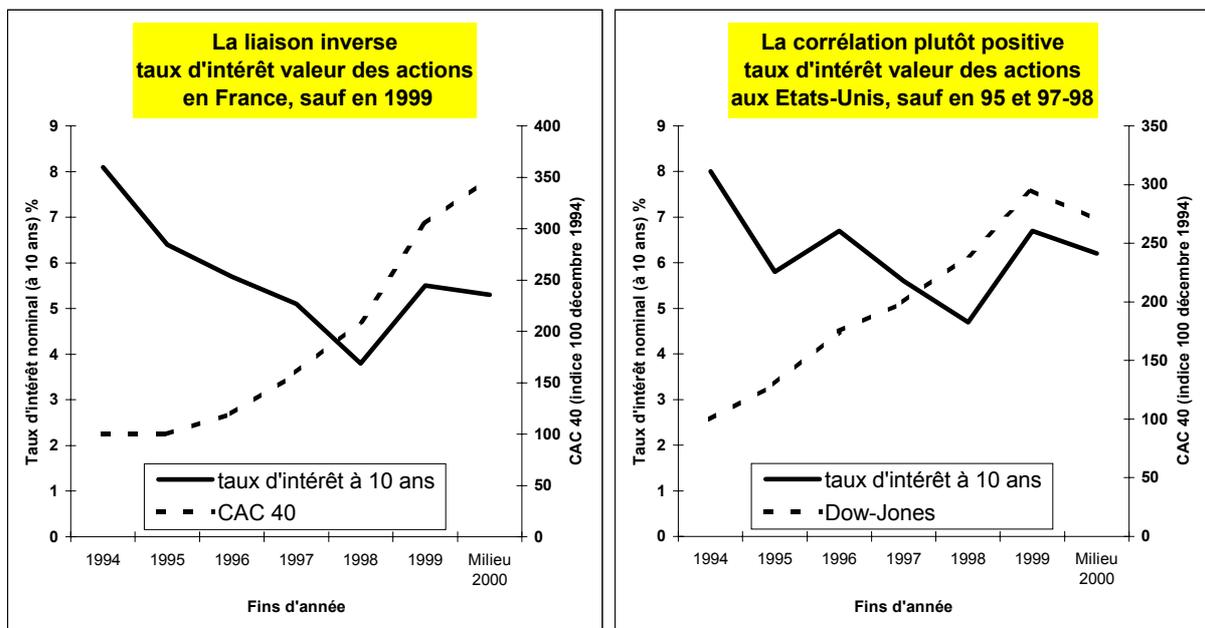
² Pribram, op. cit. p. 338.

*** La difficile vérification empirique des deux effets inverses $r \rightarrow V$ et/ou $V \rightarrow r$ et les contradictions théoriques court terme long terme, ou demande offre**

Les données empiriques

Le mélange des deux liaisons rend difficile la vérification empirique du sens des relations de cause à effet. De plus, les marchés financiers sont encore plus compliqués, l'euphorie des actions peut gagner bizarrement une partie du marché des obligations. Les taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis des obligations d'Etat à dix ans - ont augmenté avec retard par rapport aux actions dans la dernière bulle financière, soit de façon autonome soit en liaison avec la politique monétaire et ses canaux de transmission. Soit les deux...

« *Le lien négatif entre les taux longs et le cours des actions en France* » est à peu près vérifié¹ depuis une quinzaine d'années, sauf pendant les périodes de forte expansion (1986-1988). En 1999 en France la liaison est également positive. Aux Etats-Unis sur les années récentes la liaison négative est au contraire l'exception et s'explique par la crainte de l'inflation qui dope les taux long d'une prime d'inflation et les politiques de rigueur de la Fed, à moins que ne se vérifie tout simplement la liaison $V \rightarrow r$ dans une économie plus régulée par les mouvements spontanés².



Source : Banque de France, les données sont celles de fin d'années.
 Ces graphiques ne sont que des illustrations grossière du phénomène.

Dans la conjoncture de très court terme, le mécanisme $V \rightarrow r$ se vérifie le plus souvent en cas de chute brutal des actions, et inversement. Il fut particulièrement médiatisé lors du mini krach de fin novembre début décembre 2000, dû essentiellement aux « mises en garde » sur les résultats probables 2000 des « valeurs technologiques ». Avec des vases communicants

¹ Bénassy-Quéré, ... *Les taux d'intérêt*, op. cit., graphique 6 p. 27.

² Les relations entre taux d'intérêt réel et valeur des actions est tout aussi difficile à établir statistiquement, d'autant plus que la valeur réelle des actions en longue période suit au moins la croissance économique en volume. Une analyse statistique plus fine serait donc nécessaire en tentant - est-ce possible ? - d'éliminer les effets de la politique monétaire.

entre la *E-economy* et les valeurs traditionnelles, mais surtout entre toutes les actions et les obligations. Lors de ces différentes fluctuations, quand les actions chutaient fortement, le rendement des obligations diminuait, témoin de la hausse des obligations.

Après l'écroulement qui suivit les attentats du 11 septembre, la bourse, dopée par de multiples baisses des taux d'intérêt directeurs de la *Fed* et de la *BCE*, retrouva une embellie au bout de quelques semaines. Elle rechuta début 2002 après l'annonce de Greenspan d'une incertitude sur la reprise économique américaine, corrigée peu après¹.

Certains virent dans la première annonce une volonté du patron de la *Fed* de rejouer les Cassandra – comme il le fit en 1999 et 2000 pour dégonfler la nouvelle bulle et éviter qu'elle n'éclate encore dans un nouveau « bain de sang ». La hausse des taux d'intérêt longs (des obligations d'Etat américaines à 10 ans) était en effet évidente depuis novembre 2001, suivant naturellement la hausse des actions sur la même période ; de la même façon que la chute de la bourse en 2000 et 2001 – et singulièrement en septembre octobre - s'accompagnait au contraire (sauf, encore une fois, exceptions qui confirmaient la règle) de la baisse de ces taux longs. Si une période confirme de façon éclatante la prédominance de la liaison $V \rightarrow r$ sur la liaison inverse $r \rightarrow V$, c'est bien les dernières années, et singulièrement les derniers mois. La mécanique est encore plus subtile : la baisse des taux d'intérêt monétaires courts enfle la bulle des marchés actions ; celle-ci fait grimper les taux longs, en complète contradiction avec la baisse des taux courts. Certains théoriciens répondront que la hausse des taux longs n'est que le résultat d'anticipations inflationnistes dues au laxisme monétaire de la *Fed* et de la *BCE* affolés par les krachs rampants ou déclarés. L'oubli du paradis de la *politique de règle* pour retrouver l'enfer de la *politique monétaire discrétionnaire* doit probablement être fustigé par Milton Friedman ; ces critiques éventuelles nous ont échappé. La hiérarchie des taux serait alors déformée dans le sens du renforcement du différentiel taux longs moins taux courts. Jurons que cette explication monétariste sera préférée à notre liaison dominante $V \rightarrow r$...

Pourquoi Greenspan et son « pragmatisme » joua-t-il encore une fois les Cassandra ? Malgré la politique monétaire et les bas taux d'intérêts courts², cette hausse ne peut que freiner la reprise. Les effets de la spéculation sur le double marché des actions et des obligations dominant sans aucun doute le volontarisme de la politique monétaire. Encore une confirmation des limites de la politique monétaire ou de la domination de l'*EMAC* sur le taux d'intérêt monétaire qu'avait bien compris Keynes.

Greenspan souhaitait-il encore, par ses tentatives d'effet d'annonce, un nouvel atterrissage du marché action pour faire baisser les taux longs et permettre la reprise ?

L'influence négative à court terme du taux d'intérêt sur l'investissement par la demande d'investissement

Empiriquement, le taux d'intérêt présente en fait une influence réelle sur l'investissement bien plus faible que les approches néoclassique et keynésienne ne lui en accordent au niveau théorique. La politique monétaire semble le phénomène le plus sensible car elle peut modifier rapidement, et avec effet d'annonce, les taux d'intérêt long qui fondent les investissements. Les modèles économétriques utilisés supposent bien une certaine sensibilité de l'investissement au taux d'intérêt réel. Par exemple, selon Taylor³, une augmentation d'un point du taux d'intérêt réel fait diminuer à court terme l'investissement de 0,2 à 0,9 % selon

¹ Il est amusant de constater, malgré l'efficience des marchés financiers quand l'information est quasi parfaite, qu'un gourou – il est vrai avec les manettes de la politique monétaire mondiale - fasse la pluie et le beau temps. Mais on continuera à se moquer des marabouts africains...

² L'arbitrage entre les taux courts et les taux longs ne semble pas avoir fonctionné depuis novembre. Ce sont des choses qui arrivent plus souvent qu'une pierre qui s'élève, niant la loi de la gravitation...

³ Agnès Bénassy-Quéré, ..., *Les taux d'intérêt*, op. cit. Tableau II, p. 21, tiré de J. B. Taylor, *Macroeconomic Policy in a World Economy*, W. W. Norton Company, Inc. New York, 1993.

les pays ; mais à moyen terme, la sensibilité passe à plus de - 4 % dans la plupart des pays, probablement par les effets récessionnistes généraux qui agissent indirectement sur l'investissement. Le modèle du *Federal Reserve Board* américain, de la *Fed*, indique¹ qu'une augmentation d'un point du taux d'intérêt (nominal à court terme) fait baisser l'investissement d'environ 0,2 à 0,3 points selon les pays la première année, un peu plus la seconde année et presque rien la troisième année.

■ La corrélation positive à long terme du taux d'intérêt et de la croissance par l'offre

Sur le long terme, le taux d'intérêt réel doit être équivalent au taux de croissance économique en volume, élevé en phase d'expansion, faible en phase de récession ou de stagnation. C'est ce type de liaison positive qui est mis au contraire en avant dans les modèles de croissance.

On peut donc s'étonner de cette remarque suivante notant une corrélation positive « à l'encontre de la théorie »² entre le taux d'investissement (le ratio *FBCF / PIB*) et le taux d'intérêt réel en France comme aux Etats-Unis de 1985 à 1997. Ce « défi économétrique »³ n'est pas expliqué. L'effet de *l'accélérateur d'investissement* où ce dernier augmente en période d'expansion beaucoup plus vite que la demande globale – si l'on est en plein-emploi des capacités – ainsi que les politiques monétaires restrictives qui font grimper le taux d'intérêt en cas de surchauffe économique, expliquent en partie ce paradoxe. Ce qui est néanmoins étonnant, c'est que cette corrélation se vérifie sur une période d'une quinzaine d'années et est en contradiction avec les modèles mentionnés plus haut.

Ce « défi économétrique » peut donc être facilement levé si l'on abandonne la vision unilatérale du taux d'intérêt comme seul déterminant de l'investissement, si l'on pense à sa rentabilité anticipée, bref au taux de profit au sens classique ou marxiste. Le taux d'intérêt est induit en même temps par *l'offre*, par le taux de profit qui est lié à l'activité. La « règle d'or » de *l'accumulation du capital*⁴ néoclassique⁵, fondée sur l'offre, indique - sous des tas d'hypothèses - que le taux d'intérêt réel r est égal au taux de croissance économique g , lui-même égal au taux de croissance de la population ou de l'emploi e cumulé à celui du progrès technique t : $r = g = e + t$.

Dans ce cas, le paradoxe apparent disparaît : une forte croissance induit un taux d'investissement croissant et un taux d'intérêt en hausse. On retrouve le point de vue classique du taux de profit et de la prime de risque de Smith : plus la croissance est forte, plus le taux de profit est élevé, et avec lui le taux d'intérêt.

Cette règle semble se vérifier⁶ grossièrement dans la plupart des pays sur le dernier quart de siècle et presque parfaitement aux Etats-Unis (2,9 % de croissance moyenne annuelle du PIB de 1970 à 1996 pour un taux d'intérêt réel annuel moyen de 2,8 %) et au Royaume-Uni (respectivement 2,2 et 2,3 %). La France présente sur la même période une croissance moyenne annuelle du *PIB* de 2,5 % et un taux d'intérêt réel moyen de 3,5 % - pas si mal pour les rentiers au pays du prétendu laxisme monétaire...

Le futur anticipé est donc tout bêtement la principale explication du niveau des investissements, du moins quand le désir des actionnaires n'est pas encore tout puissant : il

¹ Ibid. p. 31.

² Ibid. Graphique 5, p. 20.

³ Ibid. p. 18.

⁴ E. Phelps, *The Golden Rule of Accumulation : a Fable for Growthmen*, *Economic Review*, 51, 1961. Voir par exemple, Agnès Bénassy-Quéré, *Les taux d'intérêt*, op. cit. pp. 64 et suivantes.

⁵ On retrouve également la liaison positive entre taux d'intérêt (taux de profit) et taux de croissance dans les modèles de croissance keynésiens, d'Harrod-Domar (ou Harrod et Domar) à Joan Robinson, en passant par Kaldor ou Kalecki. Mais la vision est souvent plus pessimiste sur la possibilité d'une croissance équilibrée et régulière, singulièrement chez Robinson.

⁶ Ibid. p. 65.

n'est pas évident que les niveaux toujours croissants de rentabilité désirée pourront suivre la réalité de l'offre. A moins de voir la part des salaires dans le revenu global fondre comme neige au soleil, ce qu'on constate depuis longtemps dans les grands pays. Ce qui peut contraindre la demande¹ et être à l'origine des cycles.

Les modèles économétriques les plus courants fondent l'investissement dans son aspect conjoncturel sur le modèle d'*accélérateur flexible* où la demande est le principal argument. Mais la profitabilité au sens de Tobin (et Malinvaud) sont également des arguments des fonctions d'investissement ; on aboutit à des modèles accélérateur-profit². Et on retrouve l'étroite corrélation entre le taux d'accumulation et le taux de profit, aussi étroite que celle entre le taux de croissance et celle de l'investissement³.

La question de la liaison taux d'intérêt investissement est donc à revisiter si on pense que la croissance induit des taux de profit et donc des taux d'intérêt élevés alors que les taux d'intérêt élevés sont censés casser à la fois investissement et croissance. La seule solution à ce dilemme et qui en est le moteur est la dynamique du cycle économique et des politiques, dont les politiques monétaires.

33 – Les indéterminations selon le « *ratio q* » de Tobin

* Le « *q* de Tobin »

Tobin proposa des avancées dans le cadre keynésien permettant d'analyser le marché secondaire des capitaux financiers, des titres. Ce marché n'existe pas dans le modèle walrassien, celui des fonds prêtables n'est qu'un marché primaire de biens réels : offre de non consommation, c'est-à-dire de l'épargne d'un côté, demande d'investissement de l'autre, avec le taux d'intérêt réel comme prix d'équilibre ; c'est le marché de la monnaie qui est « en trop » dans le système d'équation de Walras, avec sa « loi ». Ce marché des titres est pratiquement éliminé du modèle keynésien *IS LM* ; il est dépendant des trois autres marchés : deux marchés de flux (celui des biens et celui du travail) ; un marché de stock, celui de la monnaie. L'origine de cette dépendance se trouve dans l'approche de Keynes qui considère le marché de la monnaie comme l'« envers » de celui des titres risqués.

Tobin⁴ considère également le marché des flux de biens, mais centre son analyse sur le marché des stocks de capitaux, nouveaux *et anciens*, qui détermine le taux d'intérêt qui n'est donc plus une variable exclusivement monétaire. La monnaie fait partie du patrimoine des agents économiques, c'est un actif sans risque⁵ ; le reste du patrimoine est constitué des actifs physiques représentés par des titres (actions et obligations).

Les décisions de dépense de la monnaie pour acquérir des actifs physiques, par l'intermédiaire des titres, dépendent de la comparaison de leur rendement sur le marché primaire et le marché secondaire : on n'achètera pas 100 un titre qui rapporte un rendement anticipé de 10 % sur le

¹ Les modèles keynésiens « néocambridgiens » de croissance (notamment de Kaldor et Robinson) mettent en avant la demande et sont plus pessimistes sur les possibilités de sentiers de croissance réguliers de l'« âge d'or ».

² Les déterminants financiers de l'investissement ne sont pas les seuls, les prises de décision renvoient aussi à l'analyse stratégique et organisationnelle des firmes. Voir par exemple : Ouvrage collectif sous la direction de Gérard Chareaux, *Images de l'investissement, Au-delà de l'évolution financière, une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert FNEGE (Fondation Nationale pour l'Enseignement de la Gestion des Entreprises), 2001.

³ Voir Jean-Marie Le Page, op. cit. p. 130 et ses références à une étude de l'INSEE, in *Rapport sur les comptes de la nation*, 1988.

⁴ James Tobin, *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory (Une approche par l'équilibre général de la théorie monétaire)*, Journal of Money, Credit and Banking, février 1969, pp.15-29.

⁵ On a déjà rencontré plusieurs fois Tobin sur ces différents aspects au cours de ce livre.

marché primaire (des fonds prêtables), si l'on peut acquérir un titre dont l'anticipation de rendement est de 15 %. Et vice versa. Tobin propose de comparer pour une entreprise la valeur de marché V des titres ayant financé le capital physique correspondant K par le ratio ou le quotient q de Tobin¹ (en anglais *Tobin's q*) :

$$q = \frac{V}{K}$$

Si $q > 1$, la valeur de marché est supérieur à l'actif physique correspondant : il vaut mieux « investir » en actif physique nouveau (en fait le marché primaire, avec une demande d'« investissements nouveaux » au sens de Keynes et des néoclassiques) que sur le marché financier (en fait sur le marché secondaire, en achetant des « investissements anciens ») ; si $q < 1$, la valeur de marché est inférieur à l'actif physique correspondant : il vaut mieux « investir » sur le marché financier qu'en actif physique. L'équilibre correspond à $q = 1$.

* Le ratio q est un critère de choix des investissements

On a donc un critère de choix des investissements² qui correspond en fait à celui de Keynes comparant l'*EMAC* et le taux d'intérêt. En effet, pour des profits anticipés Π des capitaux investis, la valeur de marché, fondée sur la valeur de rendement du titre représentant l'entreprise est, reD jouant le rôle du taux d'intérêt³ de Tobin ou de Keynes actualisant les profits futurs anticipés :

$$V = \Pi / reD$$

Si K est la valeur comptable d'acquisition des actifs physiques (ou *valeur comptable en coût de remplacement* selon Tobin) dont on attend une rentabilité économique anticipée reA (qui

¹ Ce ratio ressemble au « price to book ratio », mais avec des différences notables : d'une part il inclut *tout* le capital économique, financé par capitaux propres *et* dettes ; d'autre part le capital économique doit être réévalué en valeur de remplacement.

² Voir, par exemple, Jean-Marie Le Page, op. cit. ; Agnès Bénassy-Quéré, ..., *Les taux d'intérêt*, op. cit. p. 18 ; Patrick Villieu, op. cit. pp. 33 et suivantes. Tobin n'est pas le seul économiste keynésien à analyser de façon originale le choix des investissements, Michael Kalecki également.

Patrick Villieu (*Macroéconomie L'investissement*, op. cit.) fait de Tobin une interprétation traditionnelle chez les économistes selon laquelle le taux d'actualisation des profits d'une firme est le taux d'intérêt alors qu'il s'agit du *CMPC* désiré, la reD . Il en déduit, sans l'écrire explicitement que le $q - 1$ de Tobin est $q - 1 = re / r - 1 = (re - r) / r$. Ceci permet à Villieu de rapprocher le q de Tobin et les arguments de la fonction d'investissement proposés par Edmond Malinvaud dans *Essais sur la théorie du chômage* (Calmann-Lévy, 1983 ; d'après Villieu, op. cit. p. 34 ; ces idées ont d'abord été publiées en anglais : *The Theory of Unemployment Reconsidered, Oxford, Basil Blackwell, 1977*). Malinvaud est surtout connu pour ses deux théories du *chômage classique* (pas assez d'offre par rapport à la demande de biens) et *keynésien* (pas assez de demande par rapport à l'offre de biens) qui peuvent alterner dans la conjoncture économique. Encore un éclectique ... Le livre de Malinvaud a donné lieu à de nombreux débats, sa fonction d'investissement a été en particulier très critiquée. L'analyse de Malinvaud semble renvoyer à celle de Keynes par l'intermédiaire de Tobin. Malinvaud définit la *profitabilité de l'investissement* comme la différence entre le taux net de profit et le taux réel d'intérêt à long terme. Il juge d'ailleurs « une profitabilité de 4 % comme suffisante » (Villieu, op. cit. pp. 34) : le minimum de notre prime de risque économique $R = re - r$ qui lui ressemble comme une sœur. Il rend équivalente l'analyse de Malinvaud et celle de Tobin. Il existe selon Villieu un rapport formel entre le q de Villieu et la profitabilité de Malinvaud puisque $re - r = r (q - 1)$ qui lui permet d'affirmer : « la fonction d'investissement de Malinvaud est la même que celle de Tobin » (op. cit. p. 35).

³ On ne prend plus ici (contrairement à Tobin), le taux d'intérêt r , mais le taux de rentabilité économique désiré reD ($reD = r + R$, R étant la prime de risque économique). Mais l'esprit de l'analyse de Tobin ne nous semble pas trahie.

joue le rôle de l'*EMAC* de Keynes ou du « *rendement futur du capital physique* » de Tobin) *différente de reD*, on a évidemment $\Pi / K = reA$, donc $K = \Pi / reA$, ainsi :

$$q = \frac{reA}{reD}$$

L'*indice de profitabilité q*, ainsi que l'*indice d'enrichissement relatif* ou *bénéfice actualisé unitaire* s'éclairent :

$$q - 1 = [reA K / reD - K] / K = reA / reD - 1 = (reA - reD) / reD.$$

On peut en fait l'appeler plus clairement le *taux différentiel relatif* de profit dû à l'investissement rapportant une rentabilité économique anticipée *reA* plutôt qu'au placement financier portant une rentabilité économique désirée *reD*. Plus $q - 1$ est élevé, plus l'investissement est rentable¹.

* Les questions de l'investissement dépendant du taux d'intérêt et de l'indétermination des valeurs boursières revisitée par le *q* de Tobin

On peut donner un autre éclairage au *q* de Tobin en notant la différence entre la valeur boursière et la valeur comptable :

$$V - K = \Delta V \text{ ou } V = K + \Delta V$$

$$q = (K + \Delta V) / K = 1 + \Delta V / K \text{ ou } q - 1 = \Delta V / K$$

q apparaît comme un *indice d'augmentation de valeur boursière de la firme par rapport à sa valeur comptable* ou *q - 1 l'accroissement relatif de valeur boursière*. Tobin considère que l'investissement est une fonction de $q - 1$, donc de cet *accroissement relatif de valeur boursière*. Le changement par rapport à Keynes est sur le fond de première importance car Tobin tient donc explicitement compte de la dynamique boursière, même s'il ne met pas en relief la liaison entre le marché des actions et celui des obligations².

L'investissement n'est néanmoins contraint par le taux d'intérêt *r*, plus exactement par le taux de rentabilité économique désirée *reD*, que dans les phases de déséquilibre, à l'équilibre quand on cherche directement à maximiser le taux de profit moyen³, la fable du taux d'intérêt *r* ou de la *reD* faisant décroître l'investissement disparaît. Ce cas des anticipations parfaites est néanmoins peu réaliste, on l'a indiqué, lorsqu'il s'agit du choix des investissements au niveau microéconomique ou en théorie financière de l'entreprise, en « *corporate finance* » : il s'agit du cas « réaliste » de la rentabilité économique désirée illusionnée par la valeur présente du taux d'intérêt ; on retombe alors sur l'analyse orthodoxe où l'investissement décroît avec *r*

¹ Dans notre illustration du chapitre 5, le taux de profit différentiel ou rentabilité différentielle de l'investissement devient $reA - reD = 0,1 - 0,08 = 0,02$ soit 2 %, mais $(reA - reD) / r = (0,1 - 0,08) / 0,08 = 0,25$: les 2 % correspondent à 25 % de mieux que le taux de rentabilité économique désiré de 8 % quand on investit plutôt que de placer. Cette notion de *rentabilité différentielle* est le fondement de l'effet de levier de l'endettement analysé plus haut.

² Keynes dissocie, ou plutôt n'associe pas sa méthode de choix des investissements à la variation anticipée de valeur qui est le fondamental du marché boursier s'il est efficient. On peut peut-être expliquer ainsi pourquoi il tient tant au *mimétisme* et à la *convention* pour expliquer le *casino* de la bourse.

³ Voir le chapitre 5.

ou reD . Enfin l'analyse de Tobin peut nous aider à revenir sur l'indétermination des valeurs boursières, en particulier à partir de l'analyse de la création de valeur actionnariale.

Le cas des « anticipations parfaites » : si la rentabilité économique désirée se cale exactement sur la rentabilité anticipée, maximisant ainsi directement le taux de profit moyen, l'investissement ne dépend plus du taux d'intérêt et $q = 1$

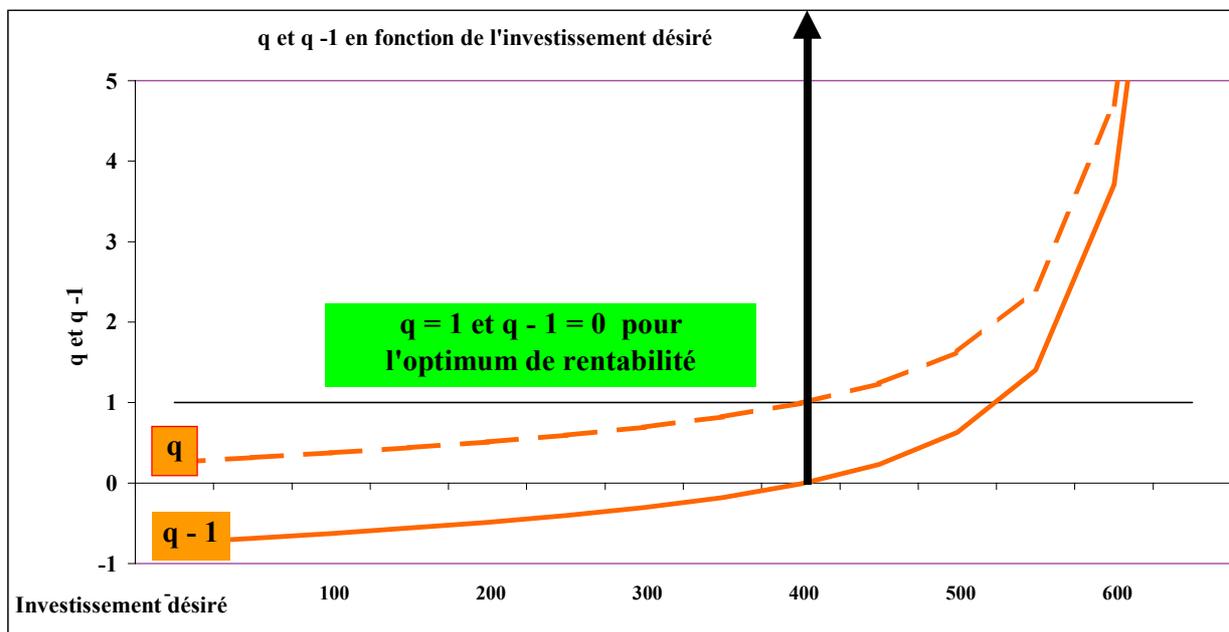
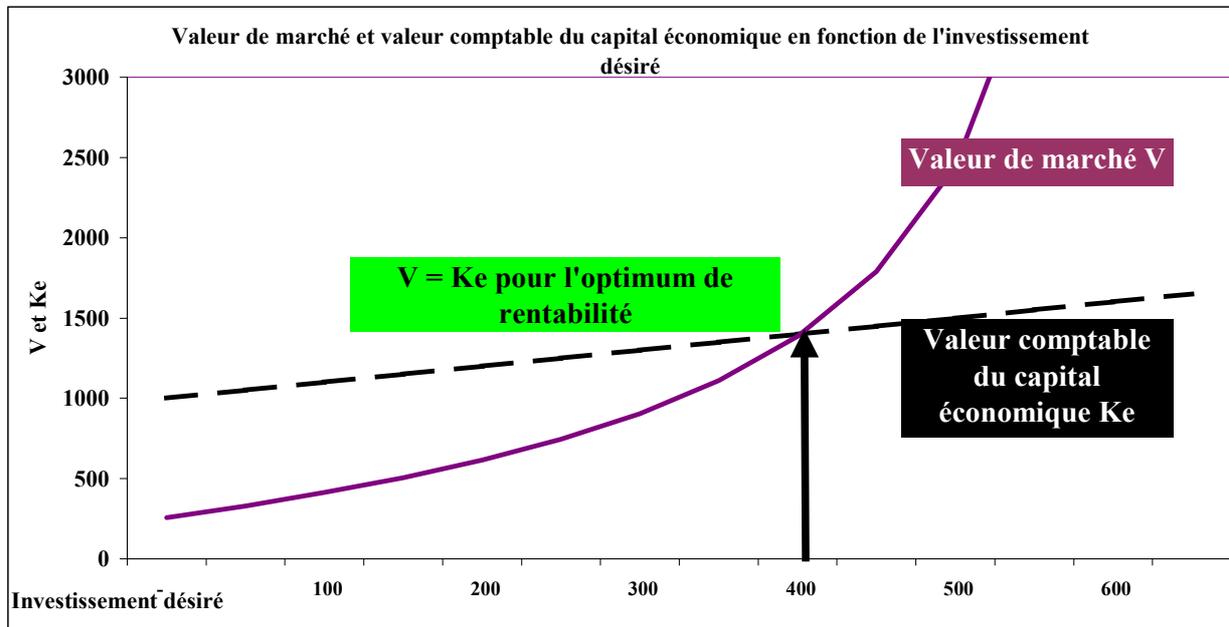
Revenons à la question du choix des investissements maximisant soit le profit pur de l'entrepreneur, soit le taux de profit moyen au sens classique ou marxiste. La valeur de marché, si l'on suit Marshall, sera calculée en actualisant le profit obtenu avec le taux de rentabilité marginal ; elle sera très faible pour un faible investissement (profit total faible et productivité marginale élevée) et très forte pour un investissement élevé (profit total élevé et productivité marginale faible). La valeur de marché ne sera égale à la valeur comptable que pour le choix optimal de reD égal à la productivité marginale¹ en taux (au sens de Marshall) ou à l'*EMAC* de Keynes.

L'interprétation par le q de Tobin ou son $q - 1$ donne les mêmes résultats. Tout autre choix d'investissement non optimal rend $q \neq 1$.

¹ Rappelons que cette condition d'équilibre correspond au long terme des néoclassiques quand la concurrence a supprimé les profits purs et a égalisé les taux de profit (concept, encore une fois que ne les intéresse pas). Rappelons également qu'aucune force ne joue ce rôle d'égalisation chez Keynes ou un profit pur à maximiser ou à rendre « juste suffisant » persiste toujours.

Le choix des investissements et donc la valeur de marché d'une firme varie avec la rentabilité désirée par les apporteurs de capitaux
 L'optimum pour les actionnaires correspond à l'équilibre du coefficient q de Tobin = 1.

Id = Investissement désiré total choisi	0	50	100	150	200	250	300	350	400	450	500	550	600	650
$K_e = K_0 + Id$	1000	1050	1100	1150	1200	1250	1300	1350	1400	1450	1500	1550	1600	1650
$V = (\Pi_0 + \Delta\Pi) / reD$	256	330	412	506	615	745	905	1110	1387	1790	2444	3729	7533	infini
$q = V / K_e$	0,26	0,31	0,37	0,44	0,51	0,60	0,70	0,82	0,99	1,23	1,63	2,41	4,71	infini



Des investisseurs avisés devraient donc désirer *ex ante* la rentabilité *ex post* leur permettant de maximiser le taux de profit *moyen* de l'entreprise après un investissement nouveau. Si ce comportement était général, les valeurs comptables de remplacement et les valeurs boursières seraient toujours égales et l'on se trouverait toujours à un *équilibre statique* (au sens de Tobin ou même des néoclassiques), *évidemment perpétuellement modifié* à chaque nouvel investissement qui modifiera l'*EMAC* et donc le taux de profit moyen. On peut parler d'anticipations parfaites ; certains diraient d'« anticipations rationnelles ». Il n'est en effet pas

plus irrationnel d'anticiper correctement la rentabilité future que n'importe quelle variable économique. Bien sûr, le futur est radicalement non probabilisable ; mais jouons ici le jeu des « Nouveaux classiques ».

Dans ce cas la reD est égale à la reA et le taux de profit moyen est maximum. La valeur comptable de remplacement de la firme (en notant Π le profit total au sens classique ou marxiste après l'investissement nouveau) est donc $K = \Pi / reA$, car $reA = \Pi / K$. La valeur de marché de la firme fondée sur sa valeur de rendement est $V = \Pi / reD$, avec $reA = reD$, donc $q = 1$.

Irréaliste au niveau de la gestion financière de l'entreprise, la concurrence des capitaux doit aboutir à cet équilibre au niveau macroéconomique : c'est le sens de l'analyse de Tobin qui tente de retrouver des équilibres de type walrassien. Ce qui revient à dire que le taux d'intérêt r plus la prime de risque économique R donnant reD , va s'adapter à la rentabilité économique nouvelle des entreprises. Le mécanisme et les conséquences du double marché des obligations et des actions tendent à se réaliser spontanément ; cependant ces derniers sont ignorés tant par Tobin que par les walrassiens.

Le cas « réaliste » de la rentabilité économique désirée... si l'on est illusionné par la valeur présente du taux d'intérêt

A l'inverse du rêve des anticipations parfaites, voire « rationnelles », se trouve la réalité des anticipations des investisseurs, avec un comportement né fondamentalement de *l'illusion de la valeur présente du taux d'intérêt* : la reD est fondée sur le taux d'intérêt r présent plus la prime de risque économique R , et c'est elle qui actualise les profits futurs. Qu'on le veuille ou non, les financiers font le raisonnement absolument contraire à celui de Smith quand ils expriment leur désir : la reD est calculée dans le sens $r + R$ alors que Smith déduisait le taux d'intérêt de la rentabilité économique, du taux de profit ; ils sont probablement aveuglés par le fétichisme du taux d'intérêt actuel considéré comme la donnée première. Il faut prendre en compte leur désir et non la réalité car eux aussi croient à la réalité de leurs désirs. Le taux d'intérêt retrouve ainsi dans la pratique financière l'importance théorique que lui attribuaient Keynes, Tobin et les néoclassiques sur l'investissement et la valeur des titres. Dans ce cas on aura :

$$V = \Pi / reD = \Pi / (r + R)$$

La valeur comptable de remplacement est $K = reA \Pi$.

Le q de Tobin devient :

$$q = \frac{\Pi}{r + R} / \frac{\Pi}{r + R} = \frac{reA}{r + R}$$

On retombe sur l'analyse orthodoxe : q , donc $q - 1$ est décroissant avec le taux d'intérêt. Cette réintégration du taux d'intérêt dans la fonction d'investissement n'est donc encore fondée que si le taux d'intérêt actuel reste la référence.

Les anticipations adaptatives probables de la rentabilité économique désirée dans le cadre de la création de valeur actionnariale

Comme dans l'analyse de la valeur actionnariale, reD est la rentabilité désirée actuelle et re la rentabilité effective constatée une année donnée mais considérée comme reproductible dans le futur au même niveau. Le profit normal correspondant à la reD actuelle est Πn ; après amélioration (ou détérioration) il devient $\Pi n + \Delta \Pi$. Etendons le domaine d'application du

ratio q de Tobin en comparant la valeur boursière V après prise en compte de la rentabilité réelle, avec sa valeur boursière théorique initiale qui correspond à la valeur comptable de remplacement K . En continuant à prendre comme dans l'analyse *EVA-MVA* le même taux d'actualisation reD . On obtient ainsi :

$$q = \frac{V}{K} = \frac{\Pi n + \Delta \Pi}{reD} / \frac{\Pi}{reD} = \frac{\Pi n + \Delta \Pi}{\Pi n}$$

On retrouve les conclusions de l'analyse de la création de valeur actionnariale, q est différent de 1, $q > 1$ si $\Delta \Pi > 0$ et $q < 1$ si $\Delta \Pi < 0$.

Mais la reD va s'adapter par la « fuite en avant » et la dynamique de la double spéculation sur les marchés actions et obligations (avec en général, en période de croissance $\Delta \Pi > 0$) ; notons $reD + \Delta reD$ la future rentabilité économique désirée. On a alors :

$$q = \frac{\Pi n + \Delta \Pi}{reD + \Delta reD} / \frac{\Pi}{reD} = \frac{\Pi n + \Delta \Pi}{\Pi n} \times \frac{reD}{reD + \Delta reD}$$

En notant $Ind_{\Pi} = (\Pi n + \Delta \Pi) / \Pi$ et $Ind_{reD} = (reD + \Delta reD) / reD$ les indices de profit et de rentabilité économique désirée, on obtient :

$$q = Ind_{\Pi} / Ind_{reD}$$

Le coefficient q est l'indice de variation des profits futurs divisé par l'indice de variation de la rentabilité économique désirée, les deux accroissements relatifs pouvant être différents¹. L'équilibre ne sera retrouvé, avec $q = 1$ que quand le taux de croissance de la rentabilité désirée sera égal à celui des profits. On peut considérer une période de transition où la rentabilité désirée ne s'adaptera qu'avec retard. Cependant cet équilibre de long terme est illusoire : ce sont les cycles économiques qui apparaîtront en macrodynamique, avec les écarts entre *EMAC* et r selon Keynes, *EMAC* et reD en fait. L'*EMAC* est la variable la plus pertinente, r (ou $reD = r + R$) étant secondaire pour Keynes. Cette intuition provient surtout dans la *Théorie générale* d'un refus de la théorie monétaire du cycle avec laquelle il avait flirté dans le *Treatise*, car Keynes ne comprit jamais la liaison « réelle » du taux d'intérêt avec l'*EMAC*. « Réelle » dans un double sens ; d'une part car elle tient à la double spéculation (et/ou à l'approche initiée par Adam Smith) ; d'autre part car le taux d'intérêt est bien une variable réelle qui dépend du taux de profit et non une simple variable monétaire. D'où l'opérationnalité du concept de monnaie-finace qui fait le pont entre la monnaie et la variable bien réelle du taux de profit au sens classique ou marxiste d'où se déduit le taux d'intérêt.

¹ Rappelons les données de notre illustration. $K = 100$, $re = 10\%$ pour un profit *actuel* et futur de $\Pi = 10$. La rentabilité économique désirée *actuelle* est $reD = 8\%$ correspondant à un profit normal $\Pi n = 8$; pour ce niveau des profits $V = K = 100$; la valeur boursière compte tenu du profit réel de 10 est $V = 10 / 0,08 = 125$. On a alors $Ind_{\Pi} = (8 + 2) / 8 = 1,25$; quand $Ind_{reD} = 1$, $q = 1,25$; la valeur boursière $V = q K = 1,25 \times 100 = 125$. Quand la reD s'est accru en valeur relative comme le profit, $Ind_{reD} = 1,25$, et la valeur boursière revient à la valeur comptable, avec $q = 1$.

Conclusion : Pour qui roule le capitalisme actuel ?

Trois réponses possibles : pour les apporteurs de capital rentier, les managers ou les actionnaires ? Le champ de cette lutte pour l'hégémonie au sein des différentes couches de la bourgeoisie n'est pas encore bien précis, mais il se dessine de façon beaucoup plus claire aujourd'hui. Qu'est-ce que la « dictature des marchés »¹ ? Il s'agit là d'une expression aussi absurde que celles de mondialisation ou d'anti mondialisation. Les marchés n'y sont pour rien, pas plus que le pauvre monde. Ce sont les classes qui les dominent qu'il faut regarder.

Les taux d'intérêt nominaux ont fortement baissé, en gros depuis plus de dix ans – avec des hauts et des bas récents dans la politique conjoncturelle ; les taux réels ne sont pas très différents du taux de croissance en volume de l'économie² : un certain équilibre de l'« âge d'or » est peut-être en passe de se mettre en place où les rentiers au sens strict (les possesseurs d'obligations) voient leurs revenus calés sur le taux de croissance de l'économie. Un peu comme les salariés ou les fonctionnaires.

Ce ne sont plus les paléorentiers les héros de l'histoire, mais les héroïques actionnaires qui prennent des risques : les néorentiers. La bataille de la *governance* semble en bonne voie pour eux : les managers qui leurs sont pieds et poings liés, en particulier aux fonds de pension anglo-saxons, sont contraints aux Méga Fusions, à la *création de valeur actionnariale*. On est très loin de l'ère des managers et d'une partie du rêve de Keynes. Ces néorentiers mi-rentiers, mi-preneurs de risque que Keynes oubliait discrètement donc dans son programme politique, tiennent le haut du pavé. Et leurs serviteurs talentueux, les Mozart de la gestion, n'ont aucune envie qu'on contrôle leurs revenus, bien, comme le pensait naïvement Keynes, qu'ils « *aiment assez leurs métiers... que leur travail puisse être obtenu à bien meilleur marché qu'à présent* ».

Le capitalisme roule enfin, en régime de croisière, pour les actionnaires et leurs serviteurs. Don Giovanni et Leporello qui a arrêté de se rebeller. Que tente le peuple contre ce couple infernal ? Autour de 68 : « *une seule solution, la Révolution* ». Au début du troisième millénaire : « *une seule solution, les fonds de pension* », sous différentes formes qui deviennent dans le monde anglo-saxon le moteur du capitalisme actionnarial. On assiste en France à une tentative de stratégie de contournement d'une partie non négligeable de la *classe* des salariés – si elle existe encore : les fonds de pension « à la Française » justement, pardon *l'épargne salariale*, ça fait plus soft. Certains syndicats semblent séduits par cette épargne salariale ; croient-ils y trouver un moyen, avant de prendre le pouvoir dans les entreprises, d'influer sur les décisions des conseils d'administration. Pour éviter et/ou introduire le débat et ne pas conclure sur ce sujet, on se permet ici de renvoyer à la fiche : *Texte de science fiction inédit* ; on y reconnaîtra un mauvais plagiat du George Orwell de *1984* où Big brother est remplacé par les fonds de pension.

¹ Singulièrement des marchés financiers ; on sous-entend en général le qualificatif financier quand on parle *des marchés*. La mode mise de côté, se sont en fait les derniers *vrais* marchés, c'est-à-dire où, dans un système encore très concurrentiel - mais de moins en moins par les « institutionnels » qui deviennent et deviendront de plus en plus des oligopoles sur les marchés financiers - « la loi » de l'offre et de la demande garde une grande partie de ses prérogatives.

² Depuis le 11 septembre ils sont très bas, proche de zéro. Il est vrai que la croissance mondiale est aussi proche de zéro...