

LIQUIDITÉ DES ACTIFS ET PROCÈS D'ÉVALUATION

MARC-ANTOINE KLEINPETER *

Un cycle de crédit est apparu en France à la fin des années quatre-vingt. Le décloisonnement des marchés financiers s'est traduit par une modification des structures de propriété des entreprises. L'approfondissement du marché des titres s'est accompagné d'un accroissement des titres à l'actif des entreprises en contrepartie d'endettement.

Ce mouvement rencontre diverses interprétations : théorie de l'agence, cycle monétaire ou cycle de crédit. Ces approches ont en commun de désigner des imperfections en terme d'information. L'information est alors abordée à partir d'un postulat : l'existence d'un état de la nature sur lequel les agents ont une connaissance plus ou moins égale et accessible (en particulier s'il s'agit d'un état futur).

La démarche proposée dans cet article est différente puisque sont considérées les modalités de la production d'information. Or le principal procès de production d'information est fourni par la comptabilité. Cet article part donc du constat que les procès d'évaluation comptables se sont altérés à la suite des modifications des systèmes financiers, et l'altération des processus comptables est en elle-même porteuse de sens.

La vie des affaires se nourrit d'informations comptables. Des conventions comptables opposent les pays germaniques et anglo-saxons ¹. On peut donc s'étonner que les principes de comptabilisation ne donnent pas lieu à davantage d'examen critiques dans l'approche macro-économique. On peut avancer deux explications : la comptabilité use de concepts nombreux et évolutifs qui ne sont maîtrisés que par quelques experts; l'information se présente bien comme « donnée » aux agents lorsqu'elle a trait à des flux d'échanges marchands ou à des actifs monétaires.

133

* Administrateur de l'INSEE, en détachement à la Direction des Études Économiques et Financières du Crédit Lyonnais.

L'auteur tient à exprimer ses vifs remerciements à Michel Aglietta, Jean-Paul Betbèze, Alain Charmant, Jean-Paul Pollin, Yves Ullmo, Dorothee Rivaud Danset et Olivier Robert de Massy pour leurs fructueuses remarques sur le manuscrit de cet article, mais reste seul engagé par son contenu et seul responsable de ses erreurs ou imprécisions.

1 D. Rivaud-Danset, R. Salais « Les conventions de financement des entreprises. Premières approches théoriques et empiriques » *Revue française d'économie*, automne 1992.

Ce principe ne peut être étendu à l'ensemble des flux et des actifs. L'information dans le cas général est « produite » selon certaines règles. Le postulat d'une recherche d'information comme processus de découverte d'un état de la nature apparaît donc insuffisant, et les modalités de la production d'information sont justiciables d'un examen. L'hypothèse retenue ici est que la production d'information dépend de la liquidité des marchés. Une variation de la liquidité entraîne une modification de la production d'information. Celle-ci est à son tour susceptible de modifier les arbitrages.

La comptabilité fonde les principes de son évaluation sur une approche walrassienne de l'économie. L'état dont il est rendu compte est celui d'unités institutionnelles et la règle de la partie double signifie la préservation des flux. Or la prise en compte des prix observables, et l'égalité actif-passif, conduit en France les comptables patrimoniaux à définir un poste, nommé « valeur nette indépendante », qui constitue à proprement parler une valeur sans actif. En s'appuyant sur des principes walrassiens, la comptabilité offre donc la représentation d'une économie où ne s'applique pas la loi de Walras, c'est-à-dire l'équilibre simultané des quatre grands marchés : bien, travail, monnaie, titres.

134

La modification des structures de propriété au sein des entreprises a conduit à une contraction importante de la valeur nette indépendante des sociétés. Cette valeur ne peut s'inscrire dans une approche formalisée fondée sur la loi de Walras. Le paradigme de l'équilibre micro-économique walrassien (allocation des ressources, comportement de maximisation, contraintes de production) n'est donc pas adéquat aux données comptables.

L'origine de la difficulté se situe dans la méthode de valorisation employée par les comptables, aussi bien privés que nationaux. Il s'agit des deux principes concurrents : valeur historique - valeur de marché.

Chacun est associé à une temporalité spécifique. La démultiplication des produits financiers, c'est-à-dire des actifs auxquels sont associés un horizon temporel, met en évidence l'écartèlement que représente leur conjonction. Cette question renvoie au traitement de la temporalité dans l'équilibre économique. L'examen des principes comptables trouve alors curieusement une correspondance étroite avec des travaux de théoriciens de la rationalité.

Cet article conclut alors que l'analyse macro-économique positive ne peut s'appuyer, du fait même du processus comptable, sur les fondements micro-économiques de l'équilibre. Elle doit intégrer parmi ses déterminants une variable représentative de la liquidité des marchés d'actifs patrimoniaux. Ce serait un moyen d'intégrer les comptes de patrimoine (trop peu utilisés) aux actuels comptes de flux qui deviennent inadéquats

dans un contexte de substituabilité titre-monnaie.

Une macro-économie de la comptabilité reste à faire où la plus ou moins grande profondeur des marchés réels et financiers conditionne les procès de valorisation des actifs comptables, et par là les arbitrages des agents.

L'équilibre walrassien mis à nu par sa comptabilité même

La comptabilité se fonde sur une approche walrassienne de l'économie. L'état dont la comptabilité rend compte est celui d'une unité. Qu'ils aient trait à sa situation patrimoniale (bilan) ou à l'exercice révolu (résultat), les comptes renseignent sur les relations de l'unité institutionnelle avec un environnement défini comme une totalité (un marché). La segmentation de l'environnement répond à des critères fondés sur la nature de l'actif échangé : produit, monnaie, titre. Les échangistes, consommateurs, salariés, banques, administration ou actionnaires, sont définis par les quatre grands marchés de l'approche walrassienne : bien, travail, monnaie, titres. L'état comptable ignore les relations d'une unité avec une autre².

Cette restriction répond en premier lieu à une considération de réduction de l'information. Une économie de n agents ne dresse que n états comptables. Une économie où serait décrite tous les comptes de «qui à qui» en nécessiterait $n(n+1)/2$. Or supposer que la comptabilité dresse avec n états une information suffisante à produire un équilibre suppose *a priori* une forme d'efficience des marchés.

La règle de la partie double et de l'équilibre des comptes constitue la condition de l'exhaustivité des systèmes comptables (la préservation des flux). La partie double signifie qu'une opération est enregistrée de façon symétrique entre les deux agents qui la mènent. Par exemple une entreprise émet une action de valeur 100 acquise par un investisseur. Deux mouvements sont enregistrés : +100 au passif de l'entreprise sur la ligne action, et +100 à l'actif de l'investisseur sur sa ligne portefeuille à la rubrique actions; +100 à l'actif de l'entreprise sur sa ligne trésorerie, et -100 à l'actif de l'investisseur sur son portefeuille à la rubrique liquidités. Il y a simultanément double enregistrement et équilibre.

Cette règle d'équilibre et de double enregistrement est bien adéquate parce qu'il s'agit en l'occurrence d'une opération de flux dont la contrepartie est monétaire. L'information est effectivement «donnée», aussi bien aux agents qu'aux comptables. Lorsque les comptabilités portent sur des

² Ceci s'adresse davantage à la comptabilité privée qu'à la comptabilité nationale qui, à ses origines, a imaginé des comptabilités croisées de qui à qui sous forme matricielle. Elle s'est rabattue sur un système de comptes d'unités institutionnelles pour des raisons pratiques, mais aussi parce que les systèmes matriciels ne rencontraient aucune demande théorique.

stocks et des actifs non monétaires, le cas ne se généralise pas.

Une restriction bien connue des systèmes de comptabilité ne sera pas examinée ici. Il s'agit des limites du champ des concepts, et a été soulignée par les sociologues. En économie, ces limites renvoient particulièrement aux notions d'externalité et de bien public. Par exemple, le calcul du rendement économique d'un service comme l'éducation publique se heurte à l'impossibilité de mesurer certains échanges (l'investissement en capital humain) sans donner lieu ni à enregistrement ni à contrepartie monétaire entre les échangistes. L'investissement dans l'éducation correspond alors à l'exploitation d'externalités. En matière de bien public, l'environnement par exemple pose aux comptabilités la question de l'agent. Si l'environnement est un actif au même titre que l'immobilier, il n'est guère aisé de statuer sur «l'agent» auquel l'attribuer. Le coût d'un désastre écologique n'entre pas, faute d'agent à débiter, «en ligne de compte».

Deux aspects sont particulièrement exemplaires : la recomposition de la structure de propriété des entreprises, et les transferts (non monétaires) qu'elle engendre; la fusion progressive entre le marché des titres et celui de la monnaie qui renvoie aux méthodes de valorisation des actifs : valeur historique et valeur de marché.

136

Les entreprises sont-elles des firmes ?

L'actif financier que la comptabilité nationale enregistre sous la rubrique «actions et participations» fait l'objet d'interrogations. Le développement très rapide des flux d'acquisitions d'actions a davantage concerné les entreprises que les ménages (investisseurs individuels). Le marché s'est moins élargi par le développement de relations entre entreprises et individus actionnaires, selon un schéma de capitalisme de marché, que par une recomposition intense de la structure de propriété des entreprises sous forme de holdings et de participations croisées. Le mouvement paraît avoir été particulièrement remarquable aux Etats-Unis³. Les acquisitions d'actions par les entreprises furent supérieures à leurs émissions avec une intensité croissante au cours de la seconde moitié de la décennie quatre-vingt, alors que les deux flux s'équilibraient lors des décennies antérieures. En France, le mouvement, quoique notable, fut plus tardif et atténué⁴. Comme aux Etats-Unis, la nouvelle décennie fait apparaître un mouvement correcteur.

Que les entreprises aient globalement acquis davantage de titres de

³ *Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, Volume 18 Numéro 1. Printemps 1993.*

⁴ *M.A. Kleimpeter : «l'illusion patrimoniale après l'illusion monétaire», Revue d'Economie Financière, n° 18, 1991*

propriété qu'elles n'en émettaient, et qu'elles développent au niveau agrégé une forme d'autocontrôle est peu conforme à l'hypothèse selon laquelle les ménages sont, en dernière analyse, détenteurs de la richesse des entreprises. Aucune économie contemporaine ne présente une structure de propriété où les actions émises par les firmes seraient détenues par les ménages (ou par des intermédiaires financiers représentatifs des seuls ménages). La conception de l'agent-entreprise comme entité pure dont la fonction se limite à associer capital productif et travail paraît inadéquate. Les sociétés et quasi sociétés que recense la comptabilité nationale sont, au sens comptable, simultanément productrices et créancières. Le rôle d'intermédiation financière des sociétés n'est pas récent, comme en témoigne le poids toujours important du crédit interentreprises dans le bilan des sociétés, mais le mouvement de déréglementation financière de la décennie quatre-vingt l'a amplifié. En atteste l'accroissement considérable du capital financier à leur actif.

Les entreprises ont sur la décennie toujours présenté un besoin de financement, et les apports en capitaux propres par émission d'actions n'ont pas couvert leurs acquisitions d'actifs financiers. La contrepartie de ce redéploiement d'activité s'est traduite par un accroissement de l'endettement. Cette stratégie globale d'acquisition d'actifs financiers en contrepartie de dette bancaire a suscité plusieurs explications.

L'opportunité d'arbitrage fiscal, qui incite les sociétés à substituer l'endettement aux fonds propres, a été présentée comme un stimulant à l'endettement. Cette explication fournit une condition nécessaire mais non suffisante. La distorsion fiscale entre dette et fonds propres prévalait depuis des lustres. Les causes du mouvement dans le contexte de la fin de la décennie (taux d'intérêt réels élevés et risques d'insolvabilité accrus) sont d'un autre ordre.

Une autre explication s'appuie sur la notion d'information asymétrique dans le cadre de la théorie de l'agence. Les trois joueurs que sont les actionnaires, les créanciers et les dirigeants (et éventuellement un quatrième représenté par les salariés) ont une information différente sur la situation et les perspectives de l'entreprises. Les actionnaires ont une information plus limitée que les dirigeants. L'endettement ressort comme un instrument de contrôle et d'incitation dans un modèle où l'actionnaire joue le rôle du principal et le dirigeant celui de l'agent. La créance apparaît comme une contrainte que l'actionnaire peut moduler. La théorie du *free cash flow* justifie les LBO par des modèles de cette catégorie. L'endettement implique une charge d'intérêt future qui favorise la productivité⁵.

⁵ Jensen-Meckling, «Take overs : their causes and conséquences», *Journal of Economic Perspectives*, 1988.

Le caractère privatif de l'information, et la propriété associée au capital par l'intermédiaire de l'action offre un élément d'explication de l'asymétrie. Mais ce faisant, elle introduit comme déterminant la structure de propriété qui prévaut dans une économie. Or cette dimension est ignorée dans l'approche walrassienne. Par exemple, le théorème de Modigliani Miller adopte une notion restrictive du produit financier qu'est l'action. Il s'agit d'un simple instrument de financement qui ne se distingue de l'obligation que par le fait qu'il engage un versement de flux monétaires contingent. Les implications curieuses de ce théorème, c'est-à-dire l'indépendance de la valeur de l'émetteur à la structure de son passif ou le non versement de dividendes, découlent alors de l'hypothèse d'absence d'opportunité d'arbitrage et de non fiscalité.

Les imperfections introduites dans le modèle de l'agence ne reposent pas sur des limites techniques (indivisibilité ou coûts de transaction) mais intègrent la dimension de l'action comme titre de propriété au-delà du pur instrument de financement. Les coûts d'agence définissent les rôles de chaque joueur. Le propriétaire ne se réduit pas à un créancier. La priorité sur la valeur liquidative s'inscrit dans un cadre juridique bien défini. Mais ces modèles ne peuvent se transposer dans un cadre macro-économique walrassien parce que le contrôle, le contrat où la coordination qui sont attaché à la propriété des actifs productifs ne sont pas des actifs.

138

D'une part, le contrôle n'est pas divisible. Un changement de contrôle établit toujours de nouveaux noyaux. D'autre part, le contrôle met en jeu des décisions futures face à des états du monde futurs.

Le contrôle s'échange effectivement sur le marché boursier, mais si ce marché établit la valeur liée au contrôle, il ne saurait établir son prix. Le contrôle change bien de mains. Mais, faute de symétrie d'information entre l'acheteur et le vendeur, il ne s'échange pas. Même en réduisant les états de la nature futurs à des processus stochastiques, la valorisation du contrôle ne peut ressortir d'un mécanisme d'offre et de demande faute de procédures d'engagements complètes qui auraient pour effet de supprimer précisément le contrôle⁶ (et qui supposeraient des dirigeants privés d'autonomie). Le contrôle, coercitif ou coopératif, ne peut s'apparenter à un actif. N'étant ni naturel ni produit, il ne saurait se négocier sur un marché walrassien. La notion de propriété n'a pas de place sur un tel marché.

La théorie de l'agence définit un coût lié aux asymétries d'information, qu'elle nomme précisément coût d'agence. Mais il faut alors définir la «production» associée à ce coût, et la valeur de cette production. De même

⁶ *L'éternel conflit de l'épargnant et de l'investisseur se rejoue dans les péripéties du second marché et du hors-cote.*

que le coût d'agence se forme hors marché walrassien, il en est de même pour la «production» qui lui est attachée. La valeur de cette production correspond précisément à la valeur de contrôle.

Le Goodwill et la valeur nette indépendante

D'une part, la «valeur liée au contrôle» se manifeste sur le marché boursier. Indépendamment de l'entreprise, la cotation boursière est différente selon que l'actionnariat est dispersé ou non. La valeur boursière d'un holding est inférieure à la valeur des entreprises constituantes. La structure de l'actionnariat conditionne en particulier la liquidité d'une valeur, et donc sa volatilité. L'importance de la capitalisation boursière conditionne l'éventualité d'une OPA, et le prix d'offre d'une OPA se juge aux caractéristiques du raider. La *corporate financen*'a pas d'autre objet. Les analystes et les hommes de marché sont avides de rumeurs autant que de bilans parce que l'arbitrage d'un actionnaire important se répercute sur la cote.

Fidèle à son parti walrassien d'ignorer ce qui n'est pas un actif, la comptabilité nationale n'accorde pas d'attention au contrôle⁷. L'entreprise est affectée de la même valeur, quel que soit le mode de contrôle qui y prévaut. Le contrôle, comme l'environnement, n'entre pas en ligne de compte.

Ainsi les comptables nationaux valorisent les titres non cotés comme les titres cotés dans les tableaux d'opérations financières en encours. Les titres non cotés sont revalorisés à partir des indices boursiers, avec la règle d'identité du rapport de la capitalisation boursière au capital social. Le comptable met un prix à ce qui n'est pas échangé, et procède pour ce faire par analogie avec le marché boursier.

Il serait trompeur de voir dans ce calcul une simple approximation (gênante mais nécessaire...). Ce serait méconnaître le principe de toute comptabilité, qui n'est pas d'enregistrer mais de transcrire. Selon le mot de Arrow, la plupart des marchés n'existent pas. Etablir la valeur d'un actif (titre, bien d'équipement, future...) qui, comme la plupart des actifs, n'est ni négociable ni négocié sur un marché profond suppose une convention, c'est-à-dire une règle universellement admissible. Or deux règles seulement peuvent satisfaire ce principe : l'enregistrement à la valeur d'entrée (valeur historique) et l'enregistrement à la valeur de cession présumée (valeur de marché). Dès lors que la première est clairement inadéquate dans une économie de marché sujette à des dérives de prix, la valeur de

⁷ Il faudrait relativiser cette assertion puisque les comptables nationaux ont distingué au sein des flux de capitaux à long terme avec le reste du monde les investissements directs, qui participent explicitement d'un contrôle, des investissements de portefeuille. Cette distinction devrait cependant s'appliquer aussi aux flux d'acquisition de titres nationaux.

cession des titres non cotés est donc estimée à partir de la valeur de cession des titres cotés. La règle d'identité des valeurs de cession est appliquée non pas parce que le comptable public ne sait pas faire autrement, mais parce qu'il ne peut (ni ne doit) faire autrement. Mais évidemment, ce calcul suppose que la valeur liée au contrôle, qui intervient dans la détermination des valeurs boursières, est adéquate concernant les titres non cotés.

Or les revalorisations patrimoniales intenses de la décennie ont mis en lumière un paradoxe du système de comptabilité nationale, pris entre ses principes et son pragmatisme, qu'illustre la notion récente de valeur nette indépendante. Les principes comptables imposent l'universalité de la règle de la partie double, l'équilibre des bilans, et la comptabilisation des seuls actifs. Leur valorisation obéit à un principe qui peut être défini ainsi : le plus proche possible des marchés, tout en étant en conformité avec l'observation et le calcul des agents. Ainsi le comptable valorise au prix de marché tout ce qui peut avoir un prix de marché, et notamment les titres. Inversement, tout actif de type monétaire, dette ou actif financier sans risque en capital, respecte le nominalisme. Pour le capital fixe productif, dont la situation est plus délicate puisqu'il porte une valeur future (la valeur d'usage) et une valeur passée (la valeur travail), la méthode retenue, le coût de renouvellement, constitue une manière de compromis (qui serait adéquate si les marchés étaient contestables, c'est-à-dire si le capital fixe obéissait aux principes de valorisation d'un actif liquide, auquel cas le coût de renouvellement coïnciderait bien avec le prix de revente).

140

Or, ayant ainsi valorisé les actifs présents à l'actif et au passif d'une unité, le comptable obtient un bilan non équilibré pour chaque secteur institutionnel. L'équilibre est rétabli par l'introduction d'une nouvelle ligne comptable, appelée la valeur nette indépendante⁸.

Schématiquement, le bilan après équilibre se présente donc ainsi :

Actif	Passif
Capital non financier	Actions et participations
Capital financier (dont actions)	Endettement
	Valeur nette indépendante

Apparaît alors le paradoxe. Cette valeur nette indépendante est supposée constitutive des fonds propres mais ne saurait correspondre à un actif. Une interprétation en termes de «réserve» est erronée puisqu'elle n'est pas mobilisable. Elle subit des principes de valorisation hétérogènes : les plus

⁸ «Le patrimoine des sociétés : le poids croissant des titres», *Rapport sur les comptes de la Nation 1990*, INSEE Etudes, 1991.

values sur titre l'affectent en sens opposé à l'actif et au passif, l'inflation joue comme une plus value sur le capital fixe et les actifs monétaires ne l'affectent que par le biais de l'accumulation qu'ils enregistrent. La valeur nette indépendante, comme le contrôle, n'est pas un actif. Elle est ni fournie par la nature, ni reproductible.

Actuellement le concept de valeur nette indépendante reste débattu. Il serait faux de penser qu'il n'y a là qu'arguties comptables. La valeur nette indépendante n'étant pas cessible à un prix déterminé par un jeu d'offre et de demande n'est pas un actif. Elle est une «valeur sans marché» et met donc en cause la loi de Walras. Or toute formalisation en termes d'équilibre général s'appuie sur cette loi⁹. L'intégration financière des modèles macro-économétriques est en particulier contrainte de la postuler.

La loi de Walras signifie la possibilité de réduire à trois les quatre grands marchés simultanément en équilibre. Or les trois premiers marchés, biens, travail et monnaie, sont caractérisés par un strict processus d'accumulation. La variation du stock est égale au flux net. L'équilibrage des offres-demandes sur les flux a donc sa contrepartie sur les stocks. La quantité circulée nette (créée moins détruite) s'accumule strictement sans donc que soit remis en cause la valorisation antérieure du flux. L'unité monétaire stockée hier conserve aujourd'hui sa valeur d'unité. L'unité de travail d'hier, même si ce concept n'a pas une signification aussi immédiate, reste aujourd'hui réductible à une unité (sans quoi le concept de productivité du travail n'aurait pas de sens). De même, l'unité réelle de bien de consommation et (même si ceci a donné lieu à davantage de débats¹⁰) de bien de capital.

Or, le dernier marché, celui des titres, ne reproduit pas comptablement le processus flux-stock. La loi de Walras permettrait de laisser de côté le marché des titres puisque l'équilibre sur ce marché résulterait mécaniquement de l'équilibre sur les trois autres marchés.

Mais d'une part, la valeur nette indépendante, comme solde comptable enregistrant les modifications des structures de propriété, exprime une valorisation du stock sans correspondance avec un flux réel ou monétaire. L'équilibre sur le quatrième marché n'est donc pas du même ordre que celui sur les trois premiers. Il n'est pas, dans sa valorisation, «apuré». Il n'engage pas le processus d'accumulation des trois autres puisque les variations de la valeur nette indépendante sont liées aux transitions à l'œuvre sur les structures de propriété des moyens de production. La

⁹ En particulier, la synthèse IS-LM par Hicks de la théorie keynésienne repose sur l'hypothèse de validité de la loi de Walras.

¹⁰ Par exemple la controverse entre J. Robinson et R. Solow sur la possibilité de définir un agrégat de capital en volume dans un équilibre intertemporel.

comptabilité nous enseigne donc que les prix (le prix d'un bien de capital nouveau) dépendent du contexte informationnel.

D'autre part, et cette raison est connexe à la précédente, la valorisation des titres répond à un processus d'actualisation et non pas d'accumulation.

La comptabilité nationale officie donc comme l'implémentation d'une théorie qui aboutit simultanément à l'invalider. Dans son principe d'évaluation, la comptabilité nationale est walrassienne. Mais dans son architecture d'équilibre des bilans, elle reste keynésienne (la recette de l'un est la dépense de l'autre, la créance de l'un est la dette de l'autre...). La valeur nette indépendante est le produit de cet antagonisme. Il est donc erroné d'appliquer aux séries de la comptabilité nationale une modélisation théorique basée sur l'équilibre simultané des quatre marchés walrassiens. Une vertu des systèmes comptables réside peut être dans ces démonstrations par l'absurde¹¹.

Les promesses de l'information cachée

La valeur nette indépendante a, en comptabilité privée, une manière d'équivaler dans la notion de *goodwill*. En cas de changement de contrôle, la valeur boursière d'une entreprise change¹². A l'actif de l'entreprise est donc enregistré un *goodwill* qui équilibre la revalorisation. Ces deux notions sont bien sûr très différentes, en premier lieu par le procès d'évaluation qui mène à elles. En comptabilité privée, les actifs sont évalués au coût historique (après provision et amortissement) et la règle de prudence impose de passer en compte de résultat les moins values latentes et non les plus values latentes (sur les actifs qui ont un prix de marché). En outre, le *goodwill* se révèle à la suite d'une restructuration par l'écart sur la valeur antérieure du titre, alors que la valeur nette indépendante est le résultat d'un calcul comptable¹³. Mais ces deux notions ont le même statut de valeur sans marché, ou de valeur financière sans actif.

Sur les marchés, le *goodwill* joue le rôle d'une information cachée.

142

11 La dépendance des évaluations comptables aux facteurs d'organisation est établie depuis longtemps. Voir par exemple les comparaisons internationales du taux d'épargne par A. Galibert : *Le taux d'épargne des ménages dans cinq grands pays européens*, Crédoc, 1988. Cette caractéristique éclaire aussi le faible pouvoir de l'économétrie de valider ou d'invalider un modèle macroéconomique. On peut toutefois s'étonner qu'il en soit si peu tenu compte.

12 Dans le sens généralement d'une revalorisation. En cas de dévalorisation, il s'agit d'un *-badwill*. En cas de *goodwill*, l'enregistrement en bilan doit avoir son pendant en compte de revenu. Le *goodwill* figure donc au rang des résultats exceptionnels. Une partie du *goodwill* est alors amortissable pour réduire la taxation sur le résultat. Le coût de l'acquisition se juge donc à la valeur du *goodwill* non amortissable.

13 La décennie passée a consacré de façon révélatrice la nouvelle méthode des analystes financiers de ne plus évaluer l'entreprise à partir de son bilan comptable, mais selon la méthode des *cash flow* futurs actualisés.

Chaque acteur connaît la valeur du trésor que représente ses plus-values latentes (trésor dont la valeur varie avec les cours, et la mobilisation avec la liquidité du marché). Le jeu des affaires se présente bien comme un jeu à information asymétrique¹⁴.

Les grandes vagues de fusions-acquisitions ont d'abord été perçues comme le moyen que se donnait le marché pour révéler les *goodwill*. La valeur cachée, par le jeu du levier actionné dans le LBO, s'effaçait au cours de l'opération et la valeur de l'entreprise se révélait pleinement par sa valeur de marché. L'accueil favorable des autorités boursières américaines aux grandes vagues de fusion peut s'interpréter ainsi : le marché boursier accéderait à travers elle au statut de marché walrassien. La valeur cachée n'aurait, au sens propre du terme, plus cours¹⁵. Les prix publics refléteraient en somme l'information «réelle» et les restructurations étaient le crieur walrassien que le marché se donnait à lui-même. L'euphorie libérale de cette période est à considérer dans ce contexte.

Cette interprétation trouve un pendant dans l'idée, un moment avancé chez les comptables nationaux, de mettre à zéro la valeur nette indépendante. Il est toujours possible de modifier le système de valorisation des actifs de façon que, pour chaque secteur institutionnel, la valeur nette indépendante soit nulle¹⁶. L'équilibre des bilans est rétabli sans recours à cette valeur sans actif. L'économie redevient walrassienne et les actifs marchands en fournissent une image exhaustive.

Les comptables et les hommes de marché expriment le même dilemme : accepter les prix observés, mais reconnaître une valeur sans actif; ou obtenir que cette valeur sans actif s'efface (par des restructurations ou par le calcul) mais admettre que les prix observés ne sont pas des prix d'équilibre. Soit reconnaître que l'économie ne correspond pas au schéma walrassien. Soit supposer qu'elle est walrassienne, (ou espérer qu'elle le devienne) mais constater que les prix ne sont pas ceux d'un crieur walrassien¹⁷.

14 Une lecture possible des participations croisées et des innovations financières réside dans la compétition dont cette information fait l'objet. Les analystes financiers ont le rôle de mettre à jour le trésor des autres, et les ingénieurs financiers celui de gérer le secret. En diminuant la lisibilité des bilans, les innovations et participations croisées apparaissent comme des instruments au service des ingénieurs.

15 Les recommandations comptables de la Securities and Exchange Commission d'une valorisation des bilans à la valeur de marché ressortent de ce principe.

16 «Dichotomie sphère réelle - sphère financière, problème de mesure et d'interprétation», rapport CNS, février 1992, J. Pecha et J. Bourmay.

17 Il reste toujours possible de postuler alors que les agents font comme s'ils s'adaptent aux prix d'une économie walrassienne parce qu'ils savent corriger les prix de marché. Mais, sauf à proposer une improbable méthode de correction, c'est se résoudre à ne pas tirer parti des informations disponibles.

Les conséquences théoriques de la constatation d'un équilibre de prix différent de l'équilibre walrassien sont importantes. Un état stable où le prix diffère du prix notionnel suppose des imperfections, en termes de rationnement ou d'information imparfaite, que le microéconomiste manie depuis longtemps mais qui impose au macro-économiste le cadre formel de l'incomplétude des marchés et du déséquilibre. Le contrôle, comme l'information privative, suppose une forme de décision et de pouvoir. Les comptes nationaux comme la bourse indiquent qu'au niveau macro-économique, cette composante ne peut être éludée.

La reconnaissance d'une valeur sans marché entraîne aussi la remise en cause de la notion de richesse réelle. La richesse intervient chez l'agent walrassien comme élément de son programme de maximisation dans le cadre intertemporel du cycle de vie. La richesse comme instrument d'un transfert temporel de consommation se ramène à sa composante «réelle» c'est-à-dire consommable à terme. Or il procède du même raisonnement de dire que la richesse des entreprises est *in fine* détenu par les ménages, ou que la richesse revient *in fine* à une chronique de consommation.

Si on se replie sur l'hypothèse vraisemblable que les agents effectuent leurs arbitrages à partir d'informations comptables, la notion de richesse réelle se retrouve cantonnée à un statut théorique. Nul actif patrimonial existant ne peut tenir le rôle d'une mesure de la richesse réelle. Il n'y aurait aucun sens à calculer une valeur nette indépendante déflatée par l'inflation. Les richesses dont la comptabilité fait état n'ont qu'un sens conventionnel. Ceci reste vrai de la plus pure des richesses, l'encaisse monétaire.

144

Que reste-t-il de nos monnaies ?

Les déboires des agrégats monétaires sous la pression des innovations financières ont révélé l'instabilité de la frontière entre monnaie et titres. L'accroissement de la substituabilité entre actifs monétaires et actifs financiers a conduit à abandonner la vision d'un cloisonnement du marché des titres dans lequel ne jouerait que la substituabilité keynésienne entre titres et capital productif.

Sur l'ancien circuit crédit-monnaie se sont superposés des circuits titres-monnaie et titres-crédit. La création monétaire n'est plus l'apanage des établissements de crédit, et le circuit de la liquidité interbancaire a été en partie supplanté par le marché des OPCVM court terme. La refonte récente des agrégats monétaires en France, en se rabattant sur une notion de l'encaisse monétaire comme actif mobilisable sans risque en capital a rappelé la fragilité de la liaison entre agrégats monétaires et transactions commerciales.

La progression du crédit est très intense à la fin des années quatre-vingt

au regard des taux d'intérêts réels. Or le crédit ne fait plus (et plus de la même façon) le dépôt mais il fait aussi le titre. L'endettement en particulier des entreprises ne peut être interprété sans considérer le mouvement de recomposition des structures de propriété. Les évolutions des agrégats monétaires portent donc la trace de l'enjeu dont la valeur de contrôle, ou la valeur nette indépendante, est l'objet. La progression de l'endettement des entreprises s'est traduite comptablement par une réduction de leur valeur nette indépendante rapportée à l'endettement. La modification des structures de propriété a donc constitué une «monétisation» de la valeur nette indépendante au sens où celle-ci s'est en partie réalisée sous forme monétaire. Par le canal de l'endettement, cette valeur sans actif s'est en partie transformée en un actif.

Ainsi la décennie 1980 consacre-t-elle la divergence entre la progression de l'endettement et celle des transferts monétaires entre acheteurs et vendeurs. Le graphique 1 illustre la variation d'encours de l'endettement intérieur total (rétropolé sur la décennie 1970 à partir du crédit interne) et l'écart d'une année sur l'autre du PIB nominal, indicateur des transactions entre acheteurs et vendeurs (selon la règle d'évaluation du PIB par la valeur ajoutée). Les deux flux divergent au tournant de la décennie. Cette divergence entre accroissement des dettes et accroissement des flux d'échange correspond bien à la période d'accroissement du prix des actifs patrimoniaux (*graphique 2*).

145

Il est possible que cette monétisation offre une explication à la plus grande rentabilité, sur très longue période, des actions par rapport aux autres actifs financiers (l'énigme de Mehra et Prescott). La rentabilité ne peut évidemment s'apprécier qu'en étalon monétaire. Lorsqu'elle se réalise, la valeur nette indépendante «transmet» sa valeur à l'action, c'est-à-dire le produit financier associé à un droit de propriété.

Le développement des marchés a aussi modifié le lien entre l'échange et la transaction. De plus en plus d'échanges «contournent la monnaie», au sens où le passage par le transfert monétaire est esquivé. La progression spectaculaire des produits dérivés et des postes de hors bilan des établissements bancaires en est la première illustration. En cas de swap de taux, le nominal ne sert que de référence sans donner lieu à règlement. L'échange porte sur des flux futurs non encore advenus et le résultat comptable intègre une partie virtuelle¹⁸. Il en est de même de l'utilisation en cas d'OPA d'échanges d'actions pour éviter le paiement «en cash», ou le «split»

18 La dérive du poste «décalsages comptables et ajustements» dans le tableau des opérations financières tient probablement à ce phénomène. L'évaluation de la production dans les comptes nationaux se fonde sur des transferts de nature monétaire. Mais la variation du revenu ne dépend pas seulement de ces transferts monétaires, mais aussi, et de plus en plus, de promesses à payer futures. Or production et variation du revenu sont comptablement équilibrés.

des actions (consistant, pour une entreprise, à verser à ses actionnaires non pas des dividendes, (nécessairement monétaires), mais des actions nouvelles). Sous couvert de rémunération de l'actionnariat, l'entreprise réalise une augmentation de capital.

L'effacement du signal que les agrégats monétaires donnaient sur les variables réelles correspond donc aussi au contournement de l'encaisse monétaire lié lui-même aux progrès des systèmes d'information et à l'approfondissement des marchés. Si les marchés et l'information sont parfaits, la circulation monétaire est superflue. D'une part, toute transaction s'inscrit simplement en débit et crédit dans les «écritures» que les échangistes peuvent centraliser dans une sorte de chambre de compensation, et le transfert monétaire est un coût inutile. D'autre part, l'hypothèse d'information parfaite, et notamment la connaissance parfaite des états futurs, permet de solder une dette par une créance, quelle que soit la nature de cette dernière. L'instrument de transaction n'a pas sa place dans un système efficient.

Mais une économie sans instrument de transaction devient une économie sans unité de compte (sauf bien sûr à ne jamais dénouer les transactions, et donc à ne jamais demander de garantie sur la valeur nominale). Définir une unité de compte dans une économie d'échange implique que cette unité serve de support aux transactions, et joue donc aussi le rôle d'encaisse. Mais ce faisant, cette unité parce qu'elle est une unité, ne peut ressortir d'un système de valorisation de marché. Dans l'approche micro-économique, l'unité de compte est nécessairement exogène. Dans le marché efficient, les créances et les dettes s'échangent au gré des choix des agents en matière d'allocation intertemporelle mais la définition de l'unité reste suspendue. Nul besoin alors d'une banque centrale pour entériner un accroissement numériquement quantitatif de certaines créances, mais il devient, en revanche, nécessaire de supprimer un marché pour restaurer une unité¹⁹.

146

Revenu et objectivation de la richesse

L'effacement de certains circuits monétaires a une autre incidence profonde. Le concept de revenu est mis en question par le fait que les critères de sa mesure et de son appréhension sont altérés.

¹⁹ Mais un marché efficient suppose des agents rationnels, c'est-à-dire calculateurs. Or pour calculer, il faut compter et donc disposer d'une unité de compte. Les théoriciens de la banque libre ont perçu le problème puisqu'ils dotent in fine leur système financier d'une unité de compte. La forme prise par celle-ci, celle d'une marchandise étalon, est aussi révélatrice de l'impasse où conduit l'hypothèse d'efficience. Une monnaie marchandise suppose que disparaisse (ou soit centralement contrôlé) le marché de cette marchandise.

Les placements dans les OPCVM de capitalisation, qui se sont développés en France à partir de 1989 ont mis en évidence la ténuité de la frontière entre revenu et plus-value. Une conception monétaire du revenu conduisait à enregistrer la valorisation des parts d'OPCVM court terme comme purs gains en capital pour les porteurs puisqu'aucun flux monétaire n'intervenait. Les titres courts à l'actif des OPCVM monétaires ne donnent pas lieu à versement d'un flux monétaire d'intérêts, mais équivalent à des obligations zéro coupon. Ce choix aurait entraîné une rupture de série, puisque les revenus auparavant réinvestis n'auraient plus été comptabilisés en revenus et l'épargne financière s'en serait trouvée amputée. Cette conception n'a pas été retenue. D'une part, la notion de revenu ne peut coïncider avec une notion de flux monétaire²⁰. Mais surtout les séries de revenu et d'épargne auraient subi une rupture comptable sans modification des comportements économiques. La capitalisation dans les OPCVM n'a fait qu'éviter aux épargnants l'opération de réinvestissement des revenus de leurs placements. Le flux monétaire enregistré lorsque le produit supplanté par l'OPCVM était bancaire a certes disparu, mais rien n'a changé. La solution retenue qui consiste à simuler un revenu fictif intégralement épargné apparaît pragmatique.

Les catégories, en comptabilité nationale comme dans toutes les sciences humaines, relèvent d'un parti pris. Classer par exemple tel produit en investissement plutôt qu'en consommation est souvent arbitraire. Mais la démarche peut être qualifiée d'objective parce que la classification est fondée sur les caractéristiques du service ou du produit. Or, la distinction entre revenu et plus-value en l'occurrence, s'appuie non pas sur des caractéristiques mais sur des comportements. Le revenu simulé est tel que la propension à consommer ce revenu est nulle. Ce revenu est recréé précisément parce qu'il est supposé que les comportements de réinvestissement des agents concernés n'ont pas changé.

La transformation du circuit monétaire occasionnée par la création des OPCVM de capitalisation a rappelé la difficulté théorique à définir de façon non subjective le concept de revenu. Selon la définition proposée par Hicks, le revenu est la valeur maximale qu'un agent peut consommer au cours d'une période en anticipant le maintien en fin de période de sa richesse. Ce faisant, Hicks déplace le problème de l'évaluation sans le résoudre.

D'une part cette définition se réfère aux anticipations de l'agent. Une plus value anticipée est selon Hicks un élément du revenu. La

²⁰ En témoigne par exemple les *loyers fictifs*. Ceux-ci découlent du parti de traiter l'immobilier comme un investissement, et donc comme un actif générateur de revenu, et non comme une consommation. La distinction entre consommation et investissement est temporelle.

comptabilisation en revenu des plus values sur OPCVM se rapproche en ce sens de la définition de Hicks. Or l'élargissement des marchés devrait alors conduire à comptabiliser par exemple en revenu la valorisation des nouveaux produits de marché que sont les PEA à taux garanti. Le risque en capital n'est pas supporté par le ménage. Le fait que le contreplacement de ces produits soit en actions n'y change rien, puisque la couverture du risque est apporté par l'intermédiaire, comme dans le cas d'un produit bancaire ou d'un produit d'assurance. L'approfondissement du marché permet à l'investisseur individuel de couvrir le risque de perte en capital d'un actif, et de le rendre ainsi monétaire au sens de Hicks. Mais la définition de Hicks ne peut franchir la sphère micro-économique puisque le risque global de perte en capital (systémique) n'est pas diversifiable et ne saurait donc être couvert. La définition de Hicks est donc inopérante au niveau macro-économique.

La mesure du revenu est dépendante de la structure du système financier. Dans les pays où les marchés financiers sont très développés, le revenu calculé comptablement est comparativement plus faible, et donc à consommation équivalente, le taux d'épargne est moins élevé. Par exemple les revalorisations de la capitalisation des fonds de pension en Grande Bretagne ont incité les gestionnaires de ces fonds à réduire les cotisations, ce qui comptablement représente une réduction d'épargne financière. Plus les marchés primaires et dérivés sont développés, plus le taux d'épargne au sens de la comptabilité est peu significatif de comportements. Ceci procède du processus comptable²¹.

En période d'inflation il était proposé d'évaluer des «transferts» dus à l'inflation²². Il faudrait dans cet esprit évaluer les transferts dus aux réévaluations d'actifs patrimoniaux (les effets de richesse). Dans les approches en ratio q de Tobin et avec une conception monétaire du revenu, une bulle boursière correspond à une réduction du taux d'intérêt pour les entreprises. Mais la décennie 1980 a consacré, avec l'élargissement des marchés financiers, une croissance simultanée des taux d'intérêt et des cours boursiers, ce qui est incompatible dans une économie walrassienne.

Un calcul de transferts dus aux revalorisations patrimoniales ne résoudrait pas la deuxième inconnue soulevée par Hicks, à savoir l'évaluation

21 A moins de soutenir que les italiens ont une moindre proension à consommer que les anglais... En comptabilité nationale, l'équilibre entre épargne et investissement relève d'une procédure comptable (l'arbitrage du TEE) où les deux termes sont liés par une relation d'identité et non d'égalité. Plus généralement, l'emploi d'une terminologie identique pour des concepts microéconomiques et des concepts macroéconomiques est probablement à l'origine de biens des égarements du discours économique.

22 Voir l'évaluation de la profitabilité par Malinvaud dans « Essai sur la théorie du chômage », Calmann Levy, 1983.

de la richesse. La comptabilité nationale reste attachée à une définition globale du revenu par la valeur ajoutée, c'est-à-dire à une appréhension par les flux monétaires²³. Mais ce faisant elle assimile la plupart des réévaluations d'actifs à des gains en capital, et donc ne rend compte ni des anticipations, ni des conditions de leurs formations. En période d'ouverture des marchés, la comptabilité nationale en flux se révèle aussi inadéquate qu'en période d'inflation faute de l'existence d'un critère d'objectivation de la richesse. Il est donc nécessaire de recourir à la comptabilité patrimoniale.

La distinction monnaie-titre, ou revenu-plus-value, concerne l'information liée à l'actif ou à l'opération. La dette bancaire est attachée à une maturité, contrairement au titre ou au dépôt monétaire. Dans une économie d'endettement pur, l'enrichissement ne procède que par accumulation d'avoirs monétaires. La maturité de la dette d'un agent non financier reflète les anticipations de ses créanciers puisque tout crédit est tel que les recettes escomptées du capital couvriront les engagements, sauf contingence liée à la nature même du capital. La dette est d'autant plus longue que le risque de contrepartie estimé par le créancier est faible. Dans une économie de marchés complets, l'enrichissement procède à la fois par accumulation et valorisation d'actif, et le prix du titre d'un agent reflète les anticipations des créanciers. La coexistence monnaie-titre, dans un marché mixte révèle l'antagonisme des deux notions de richesse : la richesse par accumulation, selon une acception millénaire, individuelle et psychanalytique; la richesse par détention d'un actif demandé, dans sa dimension sociale d'organisation et de décision²⁴.

149

Les deux directions de la temporalité

La valorisation au prix de marché, si le marché est walrassien, correspond à une valeur future puisque la valeur actualisée des profits futurs détermine la valeur du titre. La valorisation historique, par accumulation, est comme son nom l'indique tournée vers le passé. Ces deux dimensions temporelles antagonistes, passé et futur, constituent le point de départ de la critique par Hayek de la notion walrassienne d'équilibre.

Deux représentations exclusives de la temporalité sont en présence²⁵. Dans la théorie subjective de la décision, la date présente t et la date anticipé t^* appartiennent à un espace non borné discret ou continu où les

²³ Ce qui est une approximation. La production effective n'est pas la production disponible.

²⁴ Selon un parallèle avec l'ancienne conception d'A. Smith de la richesse comme pouvoir de commander le travail.

²⁵ Cette présentation est celle de Christian Schmidt dans sa préface de «Prix et production» de Hayek. Calmann Levy, 1975

relations entre deux instants sont réversibles. Les anticipations déterminent l'état présent (t est fonction de t^*). Elles sont aussi déterminées par lui (t^* est fonction de t).

Dans la théorie objective de l'accumulation, le temps présent t_0 et le temps passé t_1 appartiennent à un espace discret (la période) où les relations entre deux instants sont irréversibles (t_1 est antérieur à t_0). La situation présente n'est déterminée que par l'état antérieur.

A partir du moment où la formalisation a abandonné l'examen d'équilibres statiques pour l'étude des liaisons dynamiques, elle a dû spécifier la nature des indices temporels qu'elle maniait. Ainsi, l'analyse de l'activité réelle emploie une forme où une variable définie à la date t est fonction de variables définies à la date $t-1$. Implicitement, cette notation suppose un découpage périodique en laissant aux applications le choix de la période. L'année ou le trimestre par exemple pour la modélisation macro-économétrique.

Mais dans une telle formulation, deux principes sont posés : il existe une valeur temporelle de la période (le trimestre) ; cette valeur, dans la spécification dynamique employée peut être considérée comme exogène. L'économétrie sur variables trimestrielles suppose ainsi des enchaînements dont la représentation est trimestrielle.

150

Dans la théorie subjective de la décision, la relation porte sur une dépendance vis à vis de variables futures. En écrivant qu'une variable définie à la date t est fonction de variables définies à la date $t+a$, il reste à inférer la valeur de a . Quand le modèle est spécifié, il n'est précisé que s'il s'agit de court ou de long terme. Mais cette précision ne fournit aucune correspondance opératoire comme pour les modèles d'accumulation faute d'un processus de révélation de l'information qui n'a pas encore eu lieu. L'hypothèse que a est exogène laisse subsister des interrogations fortes.

Le court terme en matière financière est-il du même ordre que le court terme en matière industrielle ? Un investisseur financier et un investisseur industriel ont-ils le même horizon de long terme ? En supposant que les agents ont simultanément des anticipations de court terme et de long terme, la compatibilité formelle des équations de comportement à court et à long terme resterait à établir²⁶. L'exemple des crises du SME suite aux incertitudes politiques liées aux accords de Maastricht tendraient à montrer que la modification d'anticipations de long terme (la perte de crédibilité des parités sur lesquelles se seraient instauré l'écu panier) se traduit de façon brutale (par effet de seuil) sur les anticipations de court terme.

²⁶ Selon Leijonhufvud, la théorie des anticipations rationnelles restreint son domaine de validité au court terme, et aboutit à la conclusion inintentionnelle mais convaincante que la formation des anticipations de court terme est dépendante de la structure du système financier. In *Keynes et les nouveaux keynésiens*, PUF, 1993.

Plus généralement, il reste à produire une alternative à l'hypothèse centrale de la théorie keynésienne, à savoir que les anticipations de long terme des investisseurs industriels ne peuvent être menées qu'en termes monétaires et non réels. Dans la formalisation en terme d'équilibre général des théories subjectives de la décision (équilibre général d'Arrow-Debreu) résiste l'intégration des deux actifs financiers associés à un horizon temporel indéterminé, c'est-à-dire l'action (représentative d'un titre de propriété) et la monnaie.

La comptabilité nationale, en désignant la problématique monnaie-titre ou revenu-plus-value, signale une difficulté profonde, et non encore résolue, de la formalisation macro-économique : la conciliation d'horizons temporels antagonistes.

La temporalité de Dupuy

Les deux principes de valorisation, valeur historique et valeur de marché, et qui mériteraient peut être une appellation telle que valeur d'accumulation et valeur de la demande, coexistent dans la pratique, et pourtant le problème que soulève précisément cette coexistence reste une énigme jusque dans les théories économiques. Il subsiste une synthèse introuvable entre les théories objectives de l'accumulation et les théories subjectives de la décision. Les premières, orientées vers le passé, sont illustrées par l'école classique anglaise (valeur travail) ou l'école autrichienne (période de production). Depuis la révolution keynésienne, les secondes ont produit la théorie des anticipations rationnelles ou celle des marchés contingents.

Les théories n'intègrent les deux dimensions de la temporalité que dans le cas statique de l'équilibre stationnaire, c'est-à-dire le cas extrême où est exclue la dimension temporelle. Mais dès que l'on quitte cette configuration, les deux approches ne peuvent coexister. Par exemple, les taux d'intérêt à long terme sont la résultante des anticipations de taux courts (le futur) selon l'approche fisherienne basée sur les anticipations et réduite à la sphère financière. Selon l'approche classique en termes réels, ils traduisent l'équilibre épargne-investissement (le passé). L'équilibre stationnaire est le seul lieu de compatibilité de ces deux approches.

Le facteur temps apparaît donc pour les comptables aussi bien que les théoriciens comme le nœud d'un écartèlement. A suivre certains théoriciens contemporains, un comptable serait tenté par une hypothèse incongrue : ne faut-il pas reconsidérer le présupposé d'une temporalité unique, linéaire et chronométrique ?

Cette interrogation est à situer. Il serait évidemment saugrenu d'engager la comptabilité sur d'arides problèmes métaphysiques. Elle doit se canton-

ner à sa mission (obstinément) descriptive. Mais si dans son projet descriptif, la démarche comptable procède précisément par le repérage d'analogies, il est concevable qu'un comptable confronté au problème de la valorisation examine toutes les analogies qu'il trouve. Et si cette métaphysique met en jeu plusieurs centaines de milliards, il est concevable qu'elle puisse aussi concerner des économistes.

L'auteur, à ma connaissance, qui a émis l'hypothèse d'une dualité de la temporalité est Jean-Pierre Dupuy²⁷. Les deux temps qu'il décrit, temps du projet et temps de l'histoire, entretiennent une étonnante correspondance avec les deux principes de valorisation des comptables.

Succinctement présenté, son projet est le suivant : restaurer l'unicité du principe de rationalité face au célèbre paradoxe de Newcomb. Ce dernier s'énonce ainsi : une boîte transparente contient mille francs, et une boîte opaque contient soit zéro soit un million de francs. L'agent a le choix entre n'ouvrir que la boîte opaque, ou ouvrir les deux boîtes. Avant que l'agent ne s'exécute, un prédicateur infallible de la décision de l'agent aura mis le million dans la boîte opaque si l'agent n'ouvre qu'une boîte, et n'aura rien mis si l'agent ouvre les deux boîtes. Le paradoxe tient à ce que l'action du prédicateur est antérieure à celle de l'agent.

152

Deux stratégies s'affrontent : la stratégie comme signe, qui consiste à n'ouvrir qu'une boîte et recueillir le million mis par le prédicateur (qui est infallible) ; la stratégie causale, qui conduit à ouvrir les deux boîtes (il y a ou non un million dans la boîte opaque et il n'y a pas de motif pour laisser les mille francs).

La stratégie comme signe reflète la décision de l'agent qui, d'une certaine façon, se conforme à ses anticipations. Puisque la présence du million dans la boîte opaque est conditionnée par l'ouverture d'une seule boîte, l'agent accorde sa confiance au «mécanisme» représenté par le prédicateur. Il reste donc fidèle à son projet. Mais ce faisant, il manifeste une forme d'acte de foi puisque l'agent agit comme si l'acte (l'ouverture d'une seule boîte) pouvait «causer un fait antérieur» (l'action du prédicateur).

La stratégie causale se fonde à l'inverse sur l'immuabilité du passé. Le passé est passé, et une décision prise à l'instant n'y change rien. N'ouvrir qu'une boîte est donc le signe d'une irrationnelle croyance que le fait passé pourrait être «autre que ce qu'il est définitivement». Comme les deux principes de valorisation, ces deux formes de rationalité coexistent et sont irréductibles l'une à l'autre.

A la suite d'une démonstration à laquelle on ne peut que renvoyer,

27 J.P. Dupuy : *Temps du projet et temps de l'histoire*, dans *les figures de l'irréversibilité en économie*, Ed. de l'EHESS, 1991.

l'auteur rétablit la compatibilité de ces deux stratégies, mais au prix d'une dichotomie de la notion de temporalité. Les deux formes de temporalité qu'il établit, temps du projet et temps de l'histoire, entretiennent deux caractéristiques communes qui apparaissent comme les conditions minimales d'un raisonnement économique : libre arbitre, et donc rationalité des agents; réalité de l'avenir, et donc pertinence de la notion d'anticipation. Sur deux autres critères, les deux temporalités s'opposent terme à terme.

Dans le temps du projet, il y a «inscription dure dans le passé», au sens où les faits passés appartiennent à un passé «au sens strict». Dans une économie d'accumulation où la comptabilité suit le principe historique, les stocks n'enregistrent que la chronique des flux antérieurs. Le stock est «daté» par les flux, et le bilan se déduit exactement de l'exercice. Mais le temps du projet a aussi la caractéristique paradoxale d'un «pouvoir contrefactuel» sur le passé. Il y a possibilité de changer un fait passé, de faire que le passé devienne «autre que ce qu'il était». Dans une économie à comptabilité historique, le dépôt de bilan d'une entreprise dont la valeur nette est toujours restée positive fournit un exemple de ce type. La richesse de l'entreprise se trouve brutalement amputée. C'est donc que la chronique de sa richesse passée n'est pas «ce qu'elle était». Ses comptes antérieurs, en l'occurrence son passé, sont révisables. Le *goodwill* ou *badwill* n'est que la constatation de cette révision. La valeur nette indépendante est le poste défini par la comptabilité pour l'accueillir.

153

Le temps de l'histoire défini par Dupuy se caractérise par une absence de pouvoir contrefactuel sur le passé. Le fait passé est inamovible. On peut songer à l'exemple d'un titre coté en bourse. Il n'y a, à un instant donné, aucune révision possible de la valeur antérieure du titre, précisément parce que cette valeur correspondait aux anticipations de l'époque. A cet égard, la valeur antérieure est immuable comme le graphe de sa valeur. Mais le temps historique se caractérise aussi par une «inscription lâche du passé». Ce qui peut se traduire par le fait que la comptabilité selon le principe de la valeur de la demande ne retranscrit pas directement le processus d'accumulation. Le stock n'est pas daté par le flux. La variation d'encours enregistre le flux, mais aussi la plus ou moins value. Les comptes antérieurs ne sont pas révisables, mais ils ne fournissent pas au sens strict l'image d'un passé. Le temps de la valeur de marché est réversible.

Selon Dupuy, le paradoxe de Newcomb illustre deux stratégies révélatrices de deux formes d'expérience humaine du temps. Sans se prononcer sur la démarche critique, un comptable constatera que les caractéristiques de ces deux expériences s'expriment le plus trivialement possible : à la façon dont, dans une économie, les agents établissent leurs comptes.

Fongibilité et processus autoréalisateur

A cette étape, il est possible d'éclairer quelques interrogations que la déréglementation financière a fait surgir en posant une hypothèse qui s'exprime ainsi : les comptes effectifs sont une information pour les agents.

Les modifications des systèmes financiers, avec leur cortège d'innovations et de décloisonnements, ont eu pour effet d'accroître la fongibilité des actifs (la liquidité des marchés). Le terme de fongibilité est à prendre dans un sens plus large que la simple conversion en monnaie, puisque le passage par l'encaisse monétaire peut être contournée si les marchés sont suffisamment larges. Il s'agit plus généralement de la facilité pour un actif d'être échangé contre un autre actif à une valeur convenue (par les échangistes et faisant l'objet d'un savoir commun). La comptabilité n'est pas « objective » mais objectivante et le marché, s'il est suffisamment large, est producteur de conventions.

Une modification de la fongibilité des actifs entraîne alors une modification du processus de détermination comptable des gains. La valeur d'un titre détenu en portefeuille ne pouvait s'exprimer sous forme monétaire donc comptable dans le calcul par l'agent de sa propre richesse lorsque le titre ne pouvait se négocier sur un marché inexistant ou trop étroit. Si le marché s'approfondit, cette valeur se révèle monétairement à l'agent qui enregistre alors comptablement cette richesse. L'élargissement du marché donne par conséquent au titre l'expression comptable (donc monétaire) d'une richesse. La contrainte de liquidité de l'agent se réduit avec la révélation comptable qu'exprime la plus grande liquidité de l'actif. Les agents détenteurs de titres peuvent ainsi mettre à profit ce desserrement de leur contrainte de liquidité pour s'endetter auprès de créanciers, parce que ces derniers reconnaissent la valorisation de l'actif. L'élargissement des marchés s'interprète comme l'émergence de nouvelles conventions.

La valeur de marché supplante donc en partie la valeur historique. Ce qui est appelé « court termisme » traduit la délocalisation de « stratégies comme signe » au sens de Dupuy. Les acteurs situés dans le temps du projet se déplacent de l'économie réelle (l'investissement physique) vers le marché (l'investissement financier). Les processus autoréalisateurs se manifestent moins dans la sphère réelle (multiplicateur keynésien) et davantage dans la sphère financière (équilibres de bulle).

Dans les deux cas, des agents isolés doivent prendre des décisions dont l'issue dépend d'une totalité (l'économie réelle ou la bourse) qu'ils savent d'une complexité impénétrable. Cette totalité tient le rôle du prédicateur de Newcomb, au sens où le prédicateur de Newcomb est une figure de l'anticipation d'agents qui doivent prendre des décisions dont l'issue

dépend d'une totalité qu'ils ne maîtrisent pas. La dépendance en probabilité (l'investissement est effectué parce que probablement rentable) est associée à une dépendance en causalité (l'investissement sera rentable parce qu'il est effectué), ce qui caractérise la stratégie comme signe²⁸.

Tant que le marché restait peu liquide, l'investisseur était contraint à adopter une position longue qui l'obligeait à une coûteuse et incertaine recherche d'information sur les entreprises²⁹. L'investissement long procédait d'une stratégie comme signe, révélatrice d'une forme d'acte de foi au sens où le fait d'investir constituait en lui-même une forme de garantie du succès de l'opération. Sur le marché boursier, où la valorisation en continu offre le confort d'une permanente possibilité de dégagement, la stratégie comme signe indique que l'achat d'une valeur est garant de sa revalorisation.

La stratégie causale est représentative non pas de l'investisseur (qui spéculé sur des états futurs) mais de ce qu'il était convenu d'appeler l'épargnant. Se défiant envers la socialisation que constitue l'économie globale ou le marché boursier, il reste selon l'expression des arbitragistes «dans la monnaie». Pourtant cette préférence, qui passait à l'époque de l'économie d'endettement par le dépôt bancaire (la banque jouant alors le rôle de l'investisseur) dispose désormais d'une palette plus riche d'instrument. Par exemple, les contrats à terme (MATIF) offrent dorénavant la possibilité de roulements de placements courts (*cash and carry*) offrant la rémunération monétaire, placements réservés autrefois aux investisseurs institutionnels ou aux trésoriers de banque. La plus grande sensibilité des cours boursiers aux taux d'intérêt à court terme illustre cette multiplication des possibilités d'arbitrage.

Le caractère plus fondamental du temps de l'histoire selon Dupuy renvoie aux questions de prédictibilité des marchés. Comme les opportunités d'arbitrage, les phases de prédictibilité des marchés ne durent que tant qu'elles ne sont pas découvertes. Le marché vit alors dans le temps du projet et est prédictible car déterminé par un nombre réduit de facteurs. Mais étant prédictible, il devient profitable et attire les *traders* qui accroissent sa liquidité et permettent la stratégie causale. Le marché déterminé par un nombre plus élevé de facteurs devient du coup imprédictible. La rencontre des stratégies caractérise ainsi ce que les arbitragistes appellent

28 Selon Minsky, la question appropriée de l'économie est de savoir comment un agent rationnel se comporte face à un monde qu'il sait ne pas comprendre. Minsky: «On the Non-Neutrality of Money», *Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review*, vol 18, 1993.

29 Le fait que seuls aient été cotés les grandes entreprises révèle une aversion au risque puisque seules les grandes entreprises sont contraintes par des mécanismes de réputation. L'obstacle au développement du second marché révèle de nos jours d'un phénomène analogue.

le paradoxe de Grossman-Stiglitz³⁰. Le temps du projet doit se trouver un nouveau marché, ce qui est conforme à la simple observation du monde de la finance anglo-saxonne fébrilement créatrice de marchés nouveaux.

Le déplacement de l'investissement monétaire du réel vers le financier traduit la notion keynésienne de préférence pour la liquidité ou l'aversion pour la *variation* de la volatilité. Le coût de liquidation d'un actif dépend de la profondeur future du marché de cet actif (le marché immobilier est une illustration de «colle subite»). La préférence pour la liquidité est la préférence pour l'actif monétisable, puisque la monnaie est à la fois instrument de transaction (dont le marché, sauf cas de *bank run*, est par essence profond) et unité de compte (sa valeur n'est pas une valeur de marché).

Une autre question que la dichotomie des principes de valorisation est susceptible d'éclairer concerne l'émergence des bulles spéculatives. Comme chacun l'a constaté, le processus de leur développement est mieux expliqué que les causes de leur apparition. La bulle comme solution divergente de l'équation aux différences premières suppose la permanence du processus de valorisation des actifs inscrit dans les anticipations. L'émergence d'une bulle pose alors la question du passage de la solution stable à la solution divergente. Cette question n'a pas de solution parce que le processus de valorisation futur n'est pas permanent. Le diagnostic d'entrée du marché dans une bulle ne peut donc pas être établi. La valeur fondamentale stable dont le cours effectif s'éloignerait, ne peut résulter d'un processus comptable univoque. La profondeur des marchés, la stratégie des acteurs (causale ou comme signe), et les conflits noués autour de la valeur nette indépendante (ou de la valeur de contrôle), rendent instables les processus de valorisation implicites ou explicites des acteurs. Il ne saurait donc y avoir de concept de naissance d'une bulle faute de procès d'évaluation univoque de la valeur fondamentale³¹.

La notion de comportement d'imitation est apparue durant la crise de l'Entre-deux-guerres avec les deux figures de la pensée économique de cette époque, Keynes et Hayek. Le premier a évoqué le concept d'imitation dans son analyse du marché financier, et les théoriciens actuels des bulles s'y réfèrent encore³². Hayek est d'une certaine façon plus radical

30 D'autres exemples peuvent être cités. En particulier, est caractéristique du basculement de stratégie la remarque de Stiglitz : «les actionnaires n'ont pas vraiment de raison de voter intelligemment car les OPA qui réussissent conduisent à une surévaluation de l'entreprise cible». Stiglitz «Credit market and the control of capital». *Journal of money, credit and banking* - Vol. 17 n° 2, 1985.

31 L'éclatement de la bulle serait dans cette acceptation l'issu du conflit sur la répartition du revenu qu'une bulle ne manque de susciter.

32 A. Orléan : «Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers», *Revue Economique* 41, 1990.

puisque la notion d'imitation est au centre de son épistémologie du marché et consacre sa totale hétérodoxie. Actuellement, de nouveaux modèles du cycle se fondent sur l'hypothèse d'un comportement d'imitation des banques³³, et l'économétrie des taux longs internationaux met en évidence des chaînes mimétiques³⁴.

Le concept d'imitation, malgré l'importance des théoriciens qui en ont été l'initiateur, la fécondité des modèles qu'il suscite, et même de simples observations (aveuglement au désastre) rencontre des résistances par la rationalité limitée qu'il suggère. L'agent rationnel fonde ses choix sur l'information dont il dispose, selon le schéma de l'individualisme méthodologique. L'institution rationnelle s'acquitte du coût de recherche de l'information, coût qui constitue une de ses raisons d'être. Mais cette rationalité ne peut être qualifiée de limitée que sous l'hypothèse de l'existence d'un procès de révélation de l'information par la révélation d'un état de la nature. Même à l'état latent, celle-ci doit exister indépendamment des acteurs, en tant que valeur fondamentale. Dès lors que l'information est le résultat d'une comptabilité fondée sur un système de prix dépendant lui-même des choix et comportements des acteurs, le comportement d'imitation redevient pertinent. Il suffit de postuler que l'agent ou l'institution a pour objectif un gain comptable³⁵. Supposer au processus comptable un statut de savoir commun rend pertinente la stratégie suiveuse.

157

Pour finir, on remarquera que l'hypothèse pour les agents d'un objectif comptable, et non réel, permet également d'éclairer la fonction du crédit bancaire. Au nom d'une conception réelle de l'encaisse monétaire (les fonds prêtables), le crédit ne saurait être que pernicieux puisqu'il implique une création *ex nihilo* de pouvoir d'achat. Or l'histoire économique enseigne que le développement industriel s'est fondé sur le mécanisme du crédit³⁶. Le crédit génère non pas un pouvoir d'achat artificiel mais une épargne effective s'il finance un investissement dont la rentabilité (monétaire) propre est supérieure au taux d'intérêt. Une économie d'accumula-

33 M. Aglietta : « Comportements bancaires et risque de système », neuvième journées internationales d'économie monétaire et bancaire 1990.

34 P. Artus et M. Kaabi « Mimétisme : un modèle théorique simple et une application au cas de la structure des taux d'intérêt aux Etats-Unis, en Allemagne et en France ». Document d'étude 1993-11/F, Caisse des Dépôts.

35 L'illusion monétaire Keynesienne, et la non neutabilité de la masse monétaire globale seraient des cas particuliers de cette hypothèse. Contrairement à la position positiviste, l'ambiguïté du processus comptable n'ôte pas à la comptabilité toute son utilité. C'est exactement le contraire.

36 Des historiens comme Jean Bouvier ont bien montré que le développement industriel ne s'est pas financé par « épargne préalable », mais a reposé sur le mécanisme du crédit. Voir aussi King et Levine : « Finance and Growth : Schumpeter Might Be Right », *Quarterly Journal of Economics*, N°3, 1993.

tion où les acteurs se situent dans le temps du projet caractérise l'histoire de tout développement économique.

Ainsi, dans les économies en développement industriel, les autorités sont toujours attentives à organiser la liquidité des différents marchés d'actifs (inconvertibilité des monnaies, cloisonnement des marchés de titres, circuits de financement spécifiques...). La comptabilisation des flux réels et des flux financiers s'opère alors dans le même référentiel. A l'inverse, le crédit peut être déstabilisateur si les deux modes de temporalité coexistent conflictuellement. L'accroissement de la fongibilité des actifs déplace les acteurs dans un temps de l'histoire, et la saisie d'une opportunité d'arbitrage n'est autre que la manifestation d'une stratégie causale. Le «coût termisme» résulte de la modification du processus de détermination comptable des gains lié à l'émergence et à l'approfondissement des marchés.

On perçoit donc le rôle crucial de la comptabilité établie par les intermédiaires financiers que sont les banques et les compagnies d'assurance³⁷. L'entreprise d'assurance gère des plus-values latentes. En intégrant dans leur résultat comptable les plus-values de cession réalisées, elles travaillent un stock dont la valeur dépend de la chronique passée de ses éléments. L'entreprise d'assurance se paye en quelque sorte sur le passé par l'extériorisation de *goodwill*.

158

La banque est en position symétrique. Avec les crédits inscrits à son actif, elle travaille sur un stock dont la valeur dépend de la valeur future de ses éléments. Cette gestion du temps, qui passait à l'époque de l'économie d'endettement par les provisions, dispose aujourd'hui d'une palette d'instruments plus riche, comme en témoignent les techniques de *deafeasance* qui reportent dans les résultats futurs les pertes immobilières actuelles. La banque a le pouvoir de se payer sur le futur (pouvoir plus large puisque le futur est illimité. La cavalerie ou le crédit Ponzi en sont l'expression vertigineuse).

Reste que, si placer la procédure comptable au centre de l'analyse économique permet des éclaircissements, il ne faut pas se cacher les abandons que suppose cette approche. C'est l'approche de l'économie comme gestion des ressources rares qui est en cause. Supposer que l'agent ne gère pas tant d'hypothétiques ressources réelles que des comptes peut sembler pragmatique. Si cette hypothèse est utile pour interpréter les évolutions retracées par les agrégats comptables, elle reste destructrice. Aucune théorie actuelle ne saurait l'accueillir. Au mieux, elle ouvre une

37 La réglementation comptable acquiert de nos jours un statut stratégique majeur. En témoignent les directives comptables relatives au ratio Cooke, ou aux conglomérats financiers. Cf. • La comptabilité bancaire en valeur de marché: les arguments du débat. J.P. Pollin, *Revue d'économie financière*, N° 25, 1993.

voie vers ce qui, par analogie avec l'économie monétaire de production de Keynes, pourrait s'intituler une «économie comptable de production». Une telle voie peut être brièvement ébauchée.

La profondeur des marchés dans l'approche quantitative

Par rapport aux modèles classiques, une approche positive des informations comptables se caractériserait par une prise en compte de l'information non pas sur sa nature imparfaite ou incomplète, mais sur le processus qui mène à sa production. Il s'agit de renvoyer la comptabilité à son véritable domaine d'objectivité puisque son projet n'est pas d'évaluer de problématiques flux réels³⁸ mais de rendre compte de ce que les agents calculent. Intégrer le processus comptable dans l'analyse économique amène d'une part à reconsidérer les catégories économiques usuelles, d'autre part à proposer d'autres variables déterminantes.

Ainsi, les catégories d'agents, caractérisées par leur attribut fonctionnel de production, de consommation ou d'intermédiation sont moins pertinentes que les catégories institutionnelles d'unités teneuses de compte et, comme telles, émettrices d'information. Il est inadéquat d'assimiler les sociétés de la comptabilité nationale à des firmes dont le rôle se cantonne à l'association de capital et de travail. Leur place dans le circuit global des créances et des dettes leur confère une non neutralité vis-à-vis du risque financier.

159

En corollaire, la circulation ne peut être réduite à celle des actifs et des produits. Interpréter les séries comptables suppose de considérer la circulation et l'allocation des droits puisque les évolutions quantitatives portent trace des recompositions des structures de propriété.

Le procès de valorisation, selon la demande ou l'accumulation, conduit aussi à revoir la distinction entre actifs réels et actifs financiers. Il ne saurait y avoir de théorie de détention des richesses durables fondées sur les caractéristiques *a priori* des actifs, et le critère devant être pris en compte est celui de la profondeur du marché correspondant. La liquidité ne correspond pas à une durabilité des actifs, mais à la possibilité de leur réalisation.

Par exemple, au sein des actifs financiers, une obligation et une dette bancaire de caractéristiques identiques de taux et de durée sont deux actifs d'autant plus distincts que le marché obligataire est profond et que la dette est peu titrisable³⁹.

³⁸ Ce qui soulève des problèmes d'évaluation intertemporelle aussi insurmontables que les difficultés des comparaisons internationales pour s'affranchir des contextes institutionnels.

³⁹ Et plus précisément, la titrisation doit être distinguée selon qu'elle opère sur un marché où seules les banques sont échangeuses (comme en Grande Bretagne) ou sur un marché ouvert à tous les investisseurs.

De même, au sein des actifs réels, il convient de distinguer les biens d'équipement sans second marché (équipements spécifiques au sens de Hayek, recherche et développement...) des biens à obsolescence lente (équipements standards, terrains...) puisque la contestabilité des marchés de capitaux conditionne elle aussi le processus de valorisation.

La monnaie, dans sa fonction d'unité de compte au travers des transactions, est évidemment l'actif «étroit» au sens absolu puisque, sans marché comptant, donc sans prix, l'encaisse monétaire n'obéit qu'au strict procès d'accumulation.

Ainsi une analyse quantitative élargie aux variables patrimoniales devrait intégrer, pour chaque actif, un «coefficient de profondeur» qui caractérise le procès d'évaluation auquel il donne lieu. Empiriquement, de tels coefficients pourraient s'appuyer sur des ratios de type flux (de transactions) / stock (en valeur comptable). Certains marchés d'actifs permettent de prendre la mesure de l'évolution forte des transactions sur le marché secondaire (*tableau 2*).

Le vecteur de ces coefficients constituerait alors un indicateur de liquidité de l'ensemble des marchés, susceptible de fournir une évaluation empirique des contraintes de transaction et du concept keynésien non mesurable de préférence pour la liquidité. Les déterminants exogènes de ce vecteur sont les innovations réglementaires et technologiques. Le caractère non probabilisable de l'incertitude, s'agissant de l'économie telle qu'elle se présente aux acteurs, se traduit alors dans la séquence : Innovation → Profondeur du marché → Procès de valorisation → Arbitrage des agents.

Une telle approche serait la voie positive pour explorer des questions anciennes que les évolutions actuelles remettent au premier plan : par exemple, il serait possible d'éclairer par l'approche comptable le débat conceptuel qui oppose keynésiens et classiques, à savoir si une diminution de la propension individuelle moyenne à consommer peut avoir pour effet une diminution de l'investissement global.

Enfin la reconnaissance d'une dualité de stratégie, entre stratégie comme signe et stratégie causale, implique une remise en cause du traitement de la temporalité qui interdit *a priori* la formalisation des enchaînements macro-économiques retranscrits dans les comptes au sein d'une théorie causale générale. Une théorie formalisée ne peut (pour l'instant ?) intégrer que l'une ou l'autre des deux temporalités dans un cadre non stationnaire.

LIQUIDITÉ DES ACTIFS ET PROCÈS D'ÉVALUATION

Tableau 1
Bilan en valeur de comptabilité nationale des sociétés et quasi sociétés
(en Mrds de francs)

ACTIF	1970	1982	1988	PASSIF	1970	1982	1988
Actifs non financiers	1134	5768	8921	Actions A	553	1304	7884
Actifs financiers	806	2774	8921	Dettes D	826	3311	5260
dont actions	315	782	5577				
TOTAL	1940	8542	16784	A + D	1379	4615	13144
				Valeur nette indépendante	581	2927	3640
				TOTAL	1940	8542	16784

Source : Insee, comptabilité nationale.

Tableau 2
Transactions annuelles sur le marché secondaire (en Mrds de francs)

161

	1980	1985	1990
Actions	57	153	651
Obligations	63	717	3012

Source : SBF et Crédit Lyonnais.