

## LA BOURSE EST-ELLE AU SERVICE DE LA PRODUCTION ?

ANDRÉ ORLÉAN\*

« **L**es Bourses de valeurs ont pour mission d'assurer le financement de l'économie par la voie de l'appel public à l'épargne, en organisant la négociation de titres de propriété (actions) et de titres de dette à long terme (obligations) »<sup>1</sup>. Telle est l'idée centrale qui préside à l'analyse traditionnelle des marchés financiers. Selon celle-ci, les Bourses de valeurs sont des institutions qui aident les entreprises à produire efficacement, en leur fournissant les capitaux dont elles ont besoin. Dans cette approche théorique, l'économie financière et l'économie réelle sont pensées comme étant fondamentalement complémentaires. La théorie de l'efficience pousse à son terme cette vision d'une adéquation parfaite entre finance et production, puisqu'elle avance que les marchés boursiers évaluent correctement les actifs qui y sont cotés, c'est-à-dire conformément à leur capacité à engendrer des profits réels. Ainsi, grâce à la Bourse, la vraie valeur des entreprises

se trouve-t-elle révélée aux investisseurs, ce qui permet une allocation du capital d'autant plus efficace. Au regard de cette conception qui domine la pensée économique contemporaine, l'évaluation financière apparaît comme étant le reflet fidèle de l'économie productive. Si la finance est efficiente, c'est parce qu'elle est sans autonomie et qu'en conséquence, elle peut être mise complètement au seul service de la production, à la fois dans sa fonction de financement et dans celle d'évaluation.

L'observation des marchés financiers met à mal cette vision idyllique. La « bulle Internet » a montré à quel point les évaluations boursières pouvaient se déconnecter de la réalité économique. Quant à la fonction de financement, rappelons qu'aux États-Unis, durant cette même période (1995-2000), l'émission nette d'actions est restée négative, principalement en raison des importants programmes de rachats de titres, alors même que le marché

\* Directeur de recherche au CNRS.

financier exerçait une influence dominante sur les firmes et sur tout le développement économique ! À tout le moins, ce fait prouve que la puissance du marché des actions a d'autres sources que le seul financement de l'accumulation. Plus généralement, l'histoire financière nous livre une succession permanente d'emballlements et de krachs, difficilement compatible avec la « théorie du reflet »<sup>2</sup>. Il nous faut donc revoir notre compréhension de la finance. Pour ce faire, le point de départ que nous proposons est celui de la liquidité. Telle est, selon nous, la fonction essentielle des marchés financiers. Partir de la liquidité conduit à construire une analyse de la finance de marché fort éloignée de la thèse d'une étroite complicité entre finance et production. Dans la suite du texte, on ne s'intéressera qu'au marché des actions.

### L'ACCÈS À LA LIQUIDITÉ : FONDEMENT DU MARCHÉ BOUSIER

Qu'est-ce qu'une action ? Un titre de propriété représentant un capital productif immobilisé, se valorisant progressivement au cours du temps, au fur et à mesure que se déroule le processus de production et que les marchandises sont écoulées. Lorsqu'elle est totale, l'immobilisation du capital constitue, pour le propriétaire des actions, la source potentielle de nombreuses difficultés. D'une part, en cas de besoin imprévu, il peut se trouver dans l'embarras, faute de pouvoir transformer son capital en argent liquide. D'autre

part, l'immobilisation constitue un obstacle aux stratégies capitalistes de conquête qui nécessitent de pouvoir mobiliser rapidement des sommes considérables en cash. Le crédit bancaire peut, dans les deux situations invoquées, être un moyen d'accès à la liquidité. Mais, il s'agit toujours d'une liquidité conditionnelle et coûteuse. C'est pour supprimer ces risques et ces limitations liés à l'immobilisation qu'ont été créés les marchés d'actions. Il s'agit de rendre les actions liquides. Ce choix pour la liquidité est d'une nature politico-sociale. Il n'a rien d'inéluctable, comme le montrent clairement les nombreux exemples de capitalismes pour lesquels la liquidité reste un fait périphérique. Le choix de la liquidité correspond à un choix en faveur d'un principe de concurrence généralisée des capitaux, principe qui peut aller à l'encontre de puissants intérêts établis, qu'ils soient étatiques, salariaux ou patronaux. Ainsi, certaines entreprises peuvent-elles préférer des formes institutionnelles plus respectueuses de la stabilité des alliances, à la manière de ce que permet, par exemple, le jeu des participations croisées, caractéristique du « capitalisme rhénan ». Par ailleurs, il n'est pas démontré que la liquidité conduit à une organisation économique globalement plus efficace du point de vue de la croissance et de l'emploi.

En résumé, dans l'optique théorique que nous défendons, la liquidité n'est en rien pensée comme un fait naturel dont le fondement serait à trouver dans une supposée propension intrinsèque des actions à faire l'objet d'échanges. Selon nous, la liquidité résulte d'un choix collectif souverain que la société

peut faire ou ne pas faire. On peut même soutenir que les actions, en tant qu'elles représentent des capitaux productifs parfaitement immobilisés, n'ont pas à être liquides, car cela est contraire à leur nature véritable. *A contrario*, le monde auquel la liquidité donne naissance est un monde artificiel dans la mesure où les échanges qu'elle autorise sont sans équivalent du côté de la production réelle : lorsqu'un propriétaire cède ses actions, le capital, lui, ne change pas de place, et les contraintes propres à une production efficace n'ont en rien été altérées. La liquidité ne correspond qu'à une réalité locale : pour qu'un individu vende un titre, il est nécessaire qu'un autre l'achète, mais le marché quant à lui, en tant que totalité, ne peut se défaire du titre<sup>3</sup>. Autrement dit, il n'y a pas de liquidité au niveau global de la communauté tout entière des propriétaires. Quels que soient les mouvements d'achat ou de vente, la quantité de titres reste constante, tout comme le capital coté reste inchangé dans sa forme de capital productif. Pour cette raison, la volonté collective, durant les crises, de se défaire des titres est vouée à l'échec et conduit à une chute vertigineuse des prix sans qu'à aucun instant, il ne puisse y avoir plus de vendeurs que d'acheteurs. C'est ce que nous avons appelé le « paradoxe de la liquidité »<sup>4</sup>.

Keynes est le théoricien moderne qui a le plus insisté sur cette artificialité de la liquidité. C'est ainsi qu'il écrit : « En l'absence de Bourses de valeurs, il n'y a pas de motif pour qu'on essaye de réévaluer fréquemment les investissements dans lesquels on s'est engagé. Mais le *Stock Exchange* réévalue tous les jours un grand nombre

d'investissements, et ses réévaluations fournissent aux individus (mais non à la communauté dans son ensemble) des occasions fréquentes de réviser leurs engagements. C'est comme si un fermier, après avoir tapoté son baromètre au repas du matin, pouvait décider, entre dix et onze heures, de retirer son capital de l'exploitation agricole, puis envisager plus tard dans la semaine de l'y investir de nouveau »<sup>5</sup>. On ne peut mieux faire sentir l'écart entre la réalité financière et la réalité productive, entre la liquidité et l'immobilisation. Pour Keynes, la liquidité plonge les opérateurs dans un monde factice où ils perdent la conscience des contraintes productives pour ne plus se consacrer qu'à la recherche de profits purement spéculatifs. Bien loin de permettre une production plus efficace, la liquidité fait oublier aux agents que le capital est immobilisé et qu'il se rentabilise à long terme. Aussi, était-il partisan de diminuer la liquidité en augmentant les coûts de transaction grâce à des impôts. Cette proposition est le lointain ancêtre de la fameuse « Taxe Tobin ». Ces impôts devaient avoir pour effet de faire en sorte que les opérateurs cessent d'investir dans des stratégies de valorisation à court terme, devenues trop onéreuses, pour se consacrer aux seules perspectives de long terme. Il écrit : « Devant le spectacle des marchés financiers modernes, nous avons parfois été tentés de croire que si, à l'instar du mariage, les opérations d'investissement étaient rendues définitives et irrévocables (...), les maux de notre époque pourraient en être utilement soulagés ; car les détenteurs de fonds à placer se trouveraient obligés de porter leur attention sur les perspectives à long

terme, et sur celles-là seules »<sup>6</sup>. Keynes n'a cessé de lutter contre la primauté accordée indûment à la liquidité : « De toutes les maximes de la finance orthodoxe, il n'en est aucune de plus antisociale que le fétichisme de la liquidité... 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 »<sup>7</sup>.

Cette analyse théorique a d'importantes conséquences. Elle donne à voir un marché financier qui, dès son origine, dans sa conception même, est l'expression d'un projet collectif qui vise à contourner les contraintes que l'immobilisation fait peser sur la valorisation et l'extension du capital. En conséquence, il faut interpréter la liquidité financière, non pas comme étant au service de la production, mais comme constituant une transgression de l'économie productive, transgression conçue dans l'intérêt des actionnaires. Si l'on adhère à cette analyse, la déconnexion entre finance et production, que donnent à voir les bulles spéculatives, cesse d'apparaître comme un accident malheureux. Tout au contraire, elle révèle la nature profonde du projet que poursuit la communauté financière, lorsqu'elle choisit de s'organiser en marchés boursiers : construire une modalité d'organisation du capital, partiellement libérée du temps productif. Les Bourses de valeurs sont des créations institutionnelles inventées pour répondre à une exigence spécifique des propriétaires : rendre liquides les droits de propriété. Ils n'ont pas pour but de « refléter la production ». Les bulles spéculatives récurrentes sont le prix à payer pour bénéficier de la liquidité. Pour avancer dans cette ana-

lyse, il faut prendre en considération les formes institutionnelles concrètes qui sont au fondement de la liquidité.

## LA DYNAMIQUE MIMÉTIQUE DES MARCHÉS FINANCIERS

Rendre les titres liquides, c'est faire en sorte qu'à chaque instant soit construit un prix auquel le titre puisse être acheté ou vendu. C'est donc dégager une évaluation sociale reconnue, par la communauté financière, comme légitime. Il faut transformer les opinions hétérogènes des multiples propriétaires en une valeur unique de référence. En l'absence de liquidité, chaque action renvoie à un pari personnel sur le futur, à une vision subjective qui trouvera sa confirmation, ou son désaveu, dans les profits réellement engendrés au cours du temps par l'entreprise considérée. Rendre le titre liquide suppose que soit produite une évaluation de référence à laquelle tout le monde adhère et sur la base de laquelle le titre puisse être négocié. C'est le mécanisme de marché qui permet ce résultat : construire une opinion collective légitime sur la base d'anticipations et de croyances hétérogènes. Ce mécanisme fait émerger une évaluation sociale là où, sans lui, n'existerait que le chaos des appréciations subjectives. Pour autant, cette valeur de référence qui émerge ne renvoie pas à une grandeur objective, préexistante, ce qu'on a nommé la « vraie valeur ». Il faut en finir avec cette conception erronée qui trouve son fondement dans l'idée que le futur pourrait faire l'objet d'une description objective *ex ante*, à

la manière des hypothèses que retient le modèle Arrow-Debreu d'équilibre général. Sur une telle base, il est alors possible de calculer une vraie valeur, celle correspondant à l'espérance mathématique des profits futurs. Dans la réalité des économies capitalistes, cette hypothèse ne tient pas. Elle est même absurde<sup>8</sup>. Non seulement personne ne sait de quoi l'avenir sera fait, mais, plus significativement, l'avenir n'est pas écrit : il sera ce que les hommes en feront et les marchés financiers, comme le reste, participent à sa détermination ! Aussi, le rôle de la Bourse n'est-il pas, comme le croit l'approche du reflet, d'estimer passivement une réalité préexistante, mais, tout au contraire, de faire émerger une vision du futur cohérente, apte à aider les investisseurs à prendre leurs décisions. Cette vision du futur, bien qu'elle organise les choix d'investissement de toute l'économie, n'a pas d'autre statut que celui d'une conjecture ou d'un pari. À l'instant  $t$ , on ne peut jamais affirmer avec certitude que le marché se trompe. En effet, n'importe quelle évaluation, aussi délirante soit-elle, peut être justifiée en faisant valoir tel ou tel scénario à venir. Il en était ainsi du niveau des cours atteint par les entreprises de la nouvelle économie au moment de la « bulle Internet ». Ils ne faisaient que refléter la manière dont le marché anticipait le développement futur. Pour autant, on peut dire, *a posteriori*, que le marché s'est trompé et que cette erreur a conduit à un gaspillage important de ressources. On peut même expliciter les causes de cet échec. Elles tiennent à la manière même dont la liquidité construit l'opinion financière.

La liquidité donne naissance à un

univers d'interactions très particulier dans lequel chaque opérateur cherche prioritairement à se situer par rapport à l'opinion majoritaire, car c'est de cette manière qu'il fait des profits. Il s'ensuit une structure singulière qui diffère du modèle orthodoxe en ce qu'elle pose comme norme, non pas une réalité objective extérieure au marché, à savoir la « vraie valeur », mais une variable endogène, en l'occurrence l'opinion du marché. Pour qualifier cette structure aux propriétés étonnantes, j'ai proposé le terme d'autoréférentialité<sup>9</sup>. Face à une information nouvelle rendue publique, il s'agit pour chacun, non pas d'analyser les effets de cette information sur la « vraie valeur », mais de prévoir comment le marché va réagir. Cette analyse nous décrit une dynamique collective dans laquelle les anticipations des agents ne sont pas tournées vers l'économie réelle, mais vers les anticipations des autres intervenants. Il s'ensuit une rationalité singulière, de nature fondamentalement mimétique en ce qu'elle cherche à mimer le marché pour le précéder dans ses évolutions, aussi erratiques soient-elles. Cette dynamique mimétique, par sa nature même, dégénère fréquemment en emballements sporadiques, haussiers ou baissiers, au cours desquels les individus perdent de vue les fondamentaux. Il s'ensuit que les évaluations qu'elle produit, comme les visions du futur qui les justifient, révèlent fréquemment *ex post* d'importants biais. Pour toutes ces raisons, nous n'adhérons pas à la théorie de l'efficacité : parce qu'il n'existe pas une valeur exogène, objective, supposée vraie, dont il serait dans la nature

du marché boursier de nous fournir la meilleure estimation ; parce que le fonctionnement propre de l'opinion financière, de par son intense composante mimétique, montre une dangereuse propension à exagérer les hausses comme les baisses, de telle sorte qu'il en sort rarement une estimation raisonnable de l'état de l'économie.

### LA DIFFICILE CONCILIATION DES INTÉRÊTS DE LA PRODUCTION ET DE LA FINANCE

Dans cette perspective théorique, le prix exprime le jugement collectif de la communauté financière et la Bourse est l'institution qui produit ces évaluations et les met sur la place publique. Ce point est tout à fait central si l'on veut comprendre la nature du pouvoir de la finance : « la puissance du marché est une puissance d'évaluation publique ». Le rôle du prix va bien au-delà des seuls transferts de capitaux qu'il engendre. En effet, sous l'œil du marché, les entreprises cessent d'être protégées par l'opacité de leur organisation. Leur capacité à faire des profits et l'efficacité de leur gestion font l'objet d'une procédure publique de mesure. L'évaluation qui en est faite peut alors exercer une influence directe et immédiate sur les équipes dirigeantes, en dehors même des sanctions financières qui peuvent en découler. Rien n'illustre mieux la force exceptionnelle de cette influence que les agences de notation. Bien qu'elles ne gèrent pas de fonds, elles sont devenues des acteurs

essentiels de la finance moderne. Ce rôle central que joue l'évaluation publique différencie fondamentalement la finance de banque et la finance de marché. Le pouvoir bancaire procède d'un rapport de force construit sur une information privée, abondante et secrète, et des relations bilatérales régulières. Le pouvoir financier est très différent. C'est un pouvoir d'influence qui contrôle les gestionnaires en les soumettant à un jugement certifié, faisant l'objet d'une large publicité au sein de la communauté financière. Dans cette perspective, on peut même aller jusqu'à dire qu'il s'agit d'un pouvoir d'opinion, un pouvoir de type médiatique : la force de conviction de la finance procède du débat public qu'elle permet par la large diffusion, dans le public économique, des informations et des interprétations autorisées que ces informations provoquent. Cette force d'influence est d'autant plus grande qu'elle prend la forme d'une convention qui structure durablement les interprétations et l'adhésion qu'elles suscitent.

L'information et la transparence jouent, dans ce dispositif théorique, un rôle-clé dans la mesure où elles sont au fondement même du pouvoir d'investigation des marchés. *A contrario*, tout ce qui rend la firme opaque contrevient à la puissance financière, parce que cela permet à l'entreprise d'affirmer son autonomie, c'est-à-dire la spécificité de son identité productive face aux critères généraux des financiers. « L'opacité est ce que le capital, en tant qu'immobilisation, oppose à l'inquisition de la liquidité » : une manière d'échapper à l'évaluation. Pour cette raison, la clarté et la régularité de

l'information sont des exigences récurrentes des actionnaires minoritaires. C'est avec ces outils que ces derniers cherchent à contrôler les directions d'entreprises. Soulignons, par ailleurs, que, du point de vue de la liquidité, ce qui compte, ce n'est pas tant des informations pertinentes que des informations aisément transmissibles, c'est-à-dire standardisées. Le projet ultime de la finance est de réduire l'entreprise à un ensemble codifié de procédures formelles et de comptes certifiés, de telle sorte qu'il soit possible d'en évaluer la valeur fondamentale sans contestation possible. Il s'agit alors de faire abstraction des formes productives concrètes, pour juger de leur seule efficacité à produire de la valeur. C'est cette puissance d'abstraction que met en œuvre la liquidité, lorsqu'elle reconstruit l'entreprise comme une série de grandeurs codifiées. Dans cette perspective, la transparence et la codification des informations économiques sont des instruments essentiels du pouvoir d'influence de la finance, c'est-à-dire de sa capacité à évaluer les projets productifs et à arbitrer entre eux. Cependant, cette stratégie d'abstraction mise en œuvre par la liquidité butte sur de sérieuses limites, dès lors qu'il faut tenir compte des spécificités productives ou managériales propres à telle ou telle entreprise, c'est-à-dire tout ce qui échappe aux jugements standardisés. L'entreprise a une épaisseur propre que les procédures formalisées ne peuvent réussir à saisir totalement. C'est là un nouvel exemple du conflit existant entre immobilisation et liquidité, entre l'entreprise concrète prise dans le temps de la production, constituée d'actifs spécifiques, et l'évaluation pu-

blique soumise à une exigence de large publicité.

Pour conclure, soulignons que cette analyse nous livre un jugement nuancé sur la finance de marché, à rebours de la conception défendue par la théorie de l'efficacité. Pour cette dernière, la liquidité n'a que de bons côtés. Elle est dans la nature des choses et permet l'obtention d'une économie optimale en tous domaines : en aidant au financement de l'accumulation et en produisant la meilleure estimation possible de la valeur des entreprises, compte tenu des informations disponibles. Notre point de vue est différent. La liquidité n'encourage pas nécessairement l'efficacité productive. La liquidité correspond à des intérêts spécifiques en faveur d'une organisation particulière des interrelations entre propriétaires. Les buts spécifiques, que vise cette organisation, peuvent diverger d'avec les intérêts des directions d'entreprises, des salariés et des citoyens. Il convient d'examiner ce point sans parti pris, sans présupposer *a priori* une convergence parfaite des intérêts productifs et financiers, démentie par l'observation. Déjà, Keynes avait souligné l'existence d'un « dilemme de la liquidité » interdisant de pouvoir recommander unilatéralement soit l'immobilisation, soit la liquidité. Bien que son analyse le conduisait à privilégier l'immobilisation, il notait néanmoins : « Le fait que chaque investisseur individuel se flatte de la liquidité de sa position (ce qui ne saurait être vrai de tous les investisseurs pris collectivement) calme ses nerfs et lui fait courir plus volontiers les risques. Si on enle-

vait aux achats individuels de valeurs leur caractère liquide, il en résulterait un obstacle sérieux à l'investissement nouveau. C'est là que gît le dilemme »<sup>10</sup>. Ainsi, faute d'une solution optimale inexistante, l'économiste est-il conduit à la prosaïque comparaison des avantages et des inconvénients propres aux différentes solutions alternatives. Il n'y a pas du « tout noir » et « du tout blanc ». On en a déjà vu quelques illustrations. Par exemple, la liquidité, parce qu'elle offre aux propriétaires la possibilité de négocier leurs actifs, favorise l'investissement en en diminuant les risques ; mais, simultanément, elle rend possibles des

estimations aberrantes. Sous cet angle, la possibilité des bulles spéculatives doit être considérée comme le coût à payer pour bénéficier de la liquidité, et il faut se demander si ce coût est acceptable. Par ailleurs, la liquidité permet un contrôle étroit du capital par les financiers et une concurrence accrue des capitaux, mais cela peut se faire au détriment de la gestion à long terme des entreprises. À nouveau, il faut déterminer ce qui est préférable en fonction de la situation particulière de la société au moment considéré. Procéder ainsi, c'est montrer la complexité du choix politico-social qui est derrière la question de la liquidité.

#### NOTES

1. Lamy Pierre, *Les Bourses de valeurs*, Économica, Paris, 1995, p. 7.
2. Orléan André, *À quoi servent les marchés financiers ?* in Michaud Yves (éd.), *Université de tous les savoirs. L'économie, le travail, l'entreprise*, Poches Odile Jacob, Paris, 2002, pp. 235-249.
3. Je laisse de côté les faillites et les nouvelles émissions pour ne m'intéresser qu'au marché secondaire.
4. Orléan André, *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris, 1999.
5. Keynes John Maynard, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Petite bibliothèque Payot, Paris, n° 139, 1971 (1<sup>ère</sup> édition 1936), p. 163.
6. Keynes, *ibidem*, p. 172.
7. Keynes, *ibidem*, p. 167.
8. Et pourtant, c'est elle que retient toute l'approche formalisée moderne de la finance !
9. On trouvera cette hypothèse développée dans Orléan (1999), *op. cit.*
10. Keynes, *op. cit.*, p. 172.