

Jacques Silvano

Valeur, argent, finance

Jusqu'à présent on considère que la monnaie est neutre, ce n'est qu'un véhicule de la valeur. Mais si on considère que l'argent peut être désiré pour lui-même, et non pour se procurer des produits, la volonté de s'en procurer va modifier le calcul de la valeur. On va, par exemple, désirer des produits qui n'ont aucune valeur en eux-mêmes sinon celle de promettre un revenu monétaire.

Les conditions de l'échange vont construire la valeur des produits, indépendamment de la difficulté de les produire ou de leur utilité. Une partie des stratégies de commercialisation consistent à faire penser au client qu'il fait une affaire. Le client ne va pas acheter une valeur qui traduit les efforts de production ou même l'utilité qu'il a pour le produit, mais une impression, celle de ne pas passer à côté d'une opportunité exceptionnelle.

En définitive, la valeur n'a plus une base objective, l'évaluation d'une quantité de travail ou même d'une utilité, elle est totalement une « croyance » collective, produit de représentations construites.

Les titres financiers (monétaires ou non) sont qualifiés de « valeurs » (on parle par exemple de « valeurs négociables »). Il y a donc, dans le langage courant, confusion entre la valeur des choses et ce qui est censé la représenter.

Nous allons essayer de montrer, d'une part, que l'argent correspond à une conception particulière de la valeur, d'autre part, que seule cette conception permet de comprendre la logique financière.

Il est question ici de « valeur », que l'on peut définir comme l'importance accordée à une chose, mais surtout de « valeur économique », ce qui suppose que l'on se situe dans le cadre des échanges. L'importance que l'on donne à cette chose doit donc être partagée collectivement. Nous raisonnons à partir d'une économie marchande, qu'il ne faut pas confondre avec l'économie tout court. En effet le marché n'est qu'un des modes de coordination de l'activité économique, les autres étant l'organisation (la hiérarchie), le réseau (les connaissances) et le « don-contre don » (cf. : **M. Mauss**). La relation marchande a trois caractéristiques : Les personnes recherchent la satisfaction d'un intérêt individuel ; les intérêts étant divergents, les individus essaient d'obtenir au moins une équivalence dans l'échange ; la transaction dénoue le conflit potentiel et la relation se suffit à elle-même, à la fin de la transaction les personnes concernées n'ont plus à maintenir un quelconque contact.

Nous verrons, dans la deuxième partie, comment l'argent va être un déterminant fondamental de la propagation de cette économie dominée par le marché.

La valeur des objets a-t-elle pour origine le travail ou la décision subjective des individus ? L'argent qui représente cette valeur doit-il être créé en fonction des richesses réelles obtenues grâce au travail des hommes (données objectives) ou doit-il être créé à partir des projets de création de richesses de ces mêmes hommes (données subjectives) ? L'activité financière doit-elle correspondre à l'activité réelle ou à une anticipation, par nature risquée, de cette activité ?

1. LA QUESTION DE LA VALEUR

Schématiquement la valeur économique peut être expliquée soit de façon subjective, l'importance que les individus vont donner aux choses, soit de façon objective, l'énergie, les efforts déployés pour obtenir ces choses. La théorie économique va naviguer d'une conception à l'autre.

1.1 La valeur travail domine toute la théorie « classique » et donc le XIXe siècle

1.1.1 Fondements et avantages de la « valeur travail »

Dès 1776, on assiste à une opposition entre *l'Abbé Étienne Bonnot de Condillac* et *Adam Smith*. Pour le premier, «*si la valeur des choses est fondée sur leur utilité, leur plus ou moins de valeur est fondée, l'utilité restant la même, sur leur rareté ou sur leur abondance*», «*sur les bords du fleuve l'eau a de la valeur, mais la plus petite possible... dans un lieu aride, au contraire, elle a une grande valeur*». C'est le désir qui est théoriquement à l'origine de la valeur que l'on accorde aux choses. Condillac a donc une approche subjective de la valeur, mais, conscient de ses limites, il va, en fait, accorder beaucoup d'importance à la rareté. Chez les « classiques » seul J.-B. *Say* adoptera cette conception de la valeur.

A. Smith (*Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations*, 1776) n'admet pas cette approche : Il met en valeur tout d'abord le fait que c'est «*la valeur d'échange*» («*pouvoir d'acheter d'autres biens que procure la possession de cet objet*») et non «*la valeur d'usage*» («*l'utilité pour un objet particulier*») qui est importante.

Il précise ensuite que l'utilité ne peut être le fondement de la valeur d'échange en expliquant le paradoxe de l'eau et du diamant : l'eau a une faible valeur et une forte utilité, alors que le diamant a une faible utilité et une forte valeur.

Ce n'est donc pas l'utilité qui est à l'origine de la valeur mais la rareté. Toutefois, il convient de clarifier cette notion de rareté : Les classiques, après *David Ricardo*, admettent qu'elle peut être subjective pour des biens considérés comme exceptionnels. D. Ricardo cite les œuvres d'art ou les « grandes » bouteilles de vin. Ce sont des biens non reproductibles et donc leur valeur n'est pas liée au travail qu'il est nécessaire de mobiliser pour les obtenir. Mais pour la très grande majorité des biens, la rareté se ramène à la difficulté pour obtenir ces biens, difficulté que l'on peut traduire en temps de travail. D. Ricardo («*Principes d'économie politique*» 1817) va raisonner en termes de «*travail incorporé*» de façon «*directe*» et «*indirecte*» (quantité de travail nécessaire pour produire les biens de production).

« Un objet ne vaut que ce qu'il a coûté d'heures, il n'y a plus qu'un échange, entre tous les producteurs, à l'aide de bons de travail, et cela sous la direction de la communauté » dit Sigismond à Mme Caroline à la fin de « L'argent » (P. 486).

Pour *Karl Marx* («*Le capital*» 1867), la valeur d'échange du travail peut être aussi évaluée en termes de travail (temps de travail pour produire les biens qui ont été achetés avec le salaire), ce qui permet de montrer qu'elle est inférieure au temps de travail fourni par le travailleur.

Les avantages de cette conception sont liés à son objectivité. La valeur n'a pas pour origine le sujet qui intervient dans la relation économique, mais la nature même de l'objet qui est valorisé. La mesure de la valeur en temps de travail pose le problème des différences de qualité du travail, aspect abor-

dé et non résolu chez Ricardo, mais que Marx va tenter de dépasser par l'introduction dans le raisonnement du « travail complexe ».

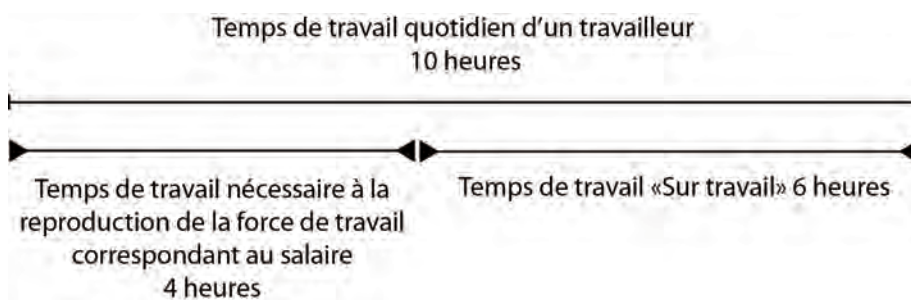
« Son raisonnement était qu'une action vaut d'abord son prix d'émission, ensuite l'intérêt qu'elle peut rapporter, et qui dépend de la prospérité de la maison, du succès des entreprises. Il y a donc une valeur maximum qu'elle ne doit raisonnablement pas dépasser... » Approche de Gundermann (P.332)

1.1.2 Les limites de l'approche en termes de « valeur travail »

1. Elle débouche sur une conception très pessimiste et/ou critique de l'avenir des économies de marché

Pour David Ricardo, l'économie de marché va vers « l'état stationnaire » : Reprenant les hypothèses de *Malthus*, il considère que la population ne cessant de croître, les agriculteurs sont obligés de mettre en culture des terres de moins en moins productives. Le prix des aliments se fixant à partir des dernières terres cultivées (sinon elles ne rapporteraient rien), la « *rente différentielle* » des agriculteurs augmente avec le prix des aliments. Comme le prix des aliments permet de fixer le « salaire de subsistance », l'augmentation de ce dernier fait baisser ce qui reste aux propriétaires du capital, le profit. À terme l'économie sans profit est stagnante, c'est « l'état stationnaire » (nous avons une conception presque similaire chez *John Stuart Mill*)

Pour Karl Marx, l'exploitation du travail par le capital va amener le capitalisme à « creuser sa propre tombe » :



Pour 10 heures de travail quotidien, le travailleur va toucher, à partir d'une relation contractuelle apparemment libre, un salaire avec lequel il va acheter les biens et services qui lui permettront de vivre et de faire vivre sa famille (« *reproduction de la force de travail* » au sens large). Si on calcule le temps de travail nécessaire pour produire ces biens et services, on se rend compte qu'il est de 4 heures. Il y a donc un « sur travail » (différence entre le travail effectué et le travail nécessaire pour que ce travail effectué existe) de 6 heures qui se dégage du processus productif. La transformation du « surtravail » en « plus-value » : Les produits vont être vendus (« *réalisés* » selon la formulation marxiste) à un prix correspondant aux 10 heures de travail fourni et c'est le capitaliste qui va récupérer, dans sa totalité, la différence entre le travail effectué et l'équivalent travail récupéré par le travailleur. Le « surtravail » se transforme donc en « plus-value ». Cela va déboucher sur trois contradictions qui vont « tuer » l'économie de marché capitaliste : l'exploitation va limiter la « réalisation » du surtravail (demande insuffisante) et sa transformation en plus-value ; le « *travail vivant* » étant seul capable d'augmenter la valeur produite, la substitution du travail par le capital (« *le travail mort* ») va se traduire par une diminution du taux de profit (« *baisse tendancielle du taux de profit* ») ; l'accumulation du capital (et donc la concentration des entreprises), liée à une forte croissance des profits réalisée dans un premier temps, va se traduire par la disparition de petits entrepreneurs qui vont augmenter l'armée des prolétaires.

2. Elle est incapable de comprendre le facteur capital et donc le profit. À partir du moment où la valeur n'est créée que par le travail, le capital n'ajoute rien si ce n'est du travail incorporé indirect : le capital technique ne vaut que comme du travail déjà réalisé, du travail cristallisé ou du « travail mort » (Marx). Ainsi, cette approche arrive mal à expliquer la création de valeur liée à la combinaison productive : la valeur n'est que la somme d'un travail direct et indirect, alors que la combinaison travail-capital génère une création supérieure à cette somme.

En outre, le capital permet la mise en place d'un déterminant essentiel de la création de valeur, le progrès technique.

Ainsi dans la théorie classique (mais la pensée néoclassique ne sera, à ce niveau, pas plus performante), le profit n'est pas pensé, ce n'est qu'un solde (ce qui reste lorsqu'on a enlevé les salaires et les rentes). Ce qui est un comble pour des théories qui prétendaient expliquer les économies de marché capitalistes qui se développaient à l'époque.

1.2 Le retour de l'utilité dans l'approche de la valeur

1.2.1 Fondements et avantages de la « valeur utilité »

Chez **Léon Walras** par exemple (« *Éléments d'économie pure* » 1874), c'est la demande des individus qui est à l'origine de la valeur des biens, les producteurs ne faisant que s'adapter à cette demande. Le désir des hommes, leur utilité (satisfaction que procure un bien économique) est donc exclusivement à l'origine de la valeur des choses.

Il est à noter que l'on ne part plus de groupes sociaux (les travailleurs, les propriétaires fonciers et les capitalistes industriels), comme dans la pensée classique, mais des individus (approche que le sociologue **Raymond Boudon** qualifiera plus tard d'« *individualisme méthodologique* »)

Cette approche fondée sur la comparaison des utilités réintroduit les individus et leur subjectivité dans la détermination de la valeur : les choses ont de la valeur parce que les hommes le décident. Du côté de la difficulté de produire, en introduisant d'autres facteurs que le travail comme fondement de la valeur, elle permet de mieux comprendre la combinaison productive et elle va ouvrir la voie à une véritable introduction du progrès technique au sens large comme déterminant essentiel de la valeur, et comme élément principal de la justification d'un profit qui serait différent de l'intérêt (le prix de la non consommation immédiate) cf. : les théories de **Joseph Schumpeter**.

1.2.2 Les limites de cette approche

Cette conception va ouvrir la voie au relativisme : la valeur étant subjective, tout, et n'importe quoi, peut avoir de la valeur.

« Il n'y avait plus ni vérité, ni logique, l'idée de valeur était pervertie, au point de perdre tout sens réel » p. 367.

Ce relativisme va avoir pour conséquences, d'une part, le refus de penser la valeur confondue avec le prix, d'autre part, la soumission au pouvoir de ceux qui ont les capacités d'imposer leur propre conception de la valeur.

Approche de Saccard p.p..306 et 309 :

« Il est bien permis de soutenir ses valeurs, et nous serions vraiment ineptes de ne pas veiller à ce que Gundermann et les autres ne déprécient pas nos titres en jouant contre nous à la baisse »

« Le cours de trois mille, il me le faut, je l'aurai »

1.2.3 L'échange lui-même comme source de valeur

Dans un ouvrage, « L'empire de la valeur » au Seuil, qui sortira le 27 octobre 2012, (mais dont l'introduction est proposée sur internet), **André Orléan** va insister sur l'introduction de l'argent dans l'approche de la valeur. Jusqu'à présent on considère que la monnaie est neutre, elle n'est qu'un véhicule de la valeur. Mais si on pense que l'argent peut être désiré pour lui-même, et non pour se procurer des produits, la volonté de s'en procurer va modifier le calcul de la valeur. On va, par exemple, désirer des produits qui n'ont aucune valeur en eux-mêmes sinon celle de promettre un revenu monétaire (voir les produits de la finance dans les parties suivantes)

L'auteur précise aussi que les conditions de l'échange vont construire la valeur des produits, indépendamment de la difficulté de les produire ou de leur utilité. Une partie des stratégies de commercialisation consistent à faire penser au client qu'il fait une affaire. Le client ne va pas acheter une valeur qui traduit les efforts de production ou même l'utilité qu'il a pour le produit, mais une impression, celle de ne pas passer à côté d'une opportunité exceptionnelle.

En définitive, la valeur n'a plus une base objective, l'évaluation d'une quantité de travail ou même d'une utilité, elle est totalement une « croyance » collective, produit de représentations construites.

2. LA NATURE DE L'ARGENT CHANGE AVEC LA CONCEPTION DE LA VALEUR

2.1 Le processus de libération de la création monétaire

Qu'est-ce que l'argent ? C'est un titre financier qui a la particularité d'être liquide, c'est-à-dire de permettre l'accession immédiate à une richesse réelle par simple échange de cet argent contre cette richesse réelle. La masse monétaire est classée de M1, les titres parfaitement liquides, à M3, ceux qui peuvent le devenir assez rapidement. Au-delà de M3 les titres sont considérés comme de l'épargne. Ex. les actions, qui ont perdu leur capacité d'être liquides.

Depuis **Aristote** (382-322 avant J-C), on sait que la monnaie a fondamentalement trois fonctions : Une fonction d'unité de compte, la monnaie permet de préciser la valeur des choses et donc elle facilite leur comparaison ; une fonction d'intermédiaire des échanges qui nécessite certaines caractéristiques physiques (accessible mais suffisamment rare, divisible...), surtout d'être acceptée par tous ; une fonction de réserve de valeur, la monnaie étant un «droit différé sur les biens». La monnaie devient donc un «lien entre le présent et l'avenir» (Keynes).

2.1.1 Un strict contrôle de la création monétaire : le système de « l'étalon or »

Dans ce système, il existe un rapport fixe entre le stock d'or et la quantité de monnaie dans l'économie. Par exemple en 1803, le Franc Germinal vaut 290,32 milligrammes d'or fin (et 15,5 fois plus d'argent). En 1928, le « Franc Poincaré » est défini sur une base uniquement or à 65,5 mg, plus de 70 % inférieur au franc Germinal (toute référence à l'or sera supprimée en France en 1936). En effet, pour créer la monnaie nécessaire à une production qui augmente en permanence on est obligé régulièrement de redéfinir à la baisse le taux de conversion entre la monnaie et l'or. Mais entre ces périodes de redéfinition, le rapport est théoriquement respecté. Cela est surtout vrai dans les pays les plus rigoureux comme la Grande Bretagne où l'Acte de Peel, en 1844, donne la victoire à ceux qui, sous l'influence de D. **Ricardo**, préconisent un strict respect du rapport £- or (« *currency school* » qui s'opposait à

la « *Banking school* » plutôt dominante sur le continent).

Le seul moyen d'augmenter la quantité de monnaie en circulation est d'augmenter le stock d'or en vendant plus à l'étranger que l'étranger ne vend chez nous. Il faut donc exporter plus que l'on importe, ce qui se traduit par un afflux d'or dans l'économie et par la possibilité de créer de la monnaie, donc des capacités supplémentaires de dépenses.

D'une façon générale, on voit que l'objectif est de ne créer de l'argent que si, antérieurement, on a créé de la richesse réelle (des biens et des services). La contrainte or n'est là que pour rassurer les acteurs de la vie économique (qui ont mis quasiment un millénaire pour accepter des représentations de la valeur qui n'ont aucune valeur intrinsèque).

2.1.2 Vers le « *crédit pur* »

Contrairement à l'approche précédente, ce n'est pas la réalité objective de la production qui légitime la création monétaire, mais la vision subjective des acteurs de ce que sera l'avenir.

Dans le débat évoqué précédemment, la « *Banking school* » souhaitait que les agents se libèrent de la contrainte or et que l'on crée de la monnaie en fonction des besoins de l'économie. Ce n'est plus le passé qui justifie la création d'argent, c'est l'avenir, ce que l'on espère produire et non ce que l'on a produit.

Le crédit change ainsi de nature. Dans le système précédent, on ne prête que la richesse que l'on a et que l'on ne dépense pas (l'intérêt étant la rémunération de ce sacrifice de consommation immédiate), alors que désormais on va prêter de l'argent que l'on n'a pas, et qui sera remboursé lorsqu'il aura permis la création des richesses réelles qui le légitime. ***C'est le « crédit pur » accordé par un agent qui a une place centrale dans la logique économique des économies de marché modernes : la banque.***

Saccard à Mme Caroline : « Elle va être d'abord la maison classique qui traitera de toutes affaires de banque, de crédit et d'escompte, recevra des fonds en comptes courants, contractera, négociera ou émettra des emprunts. Seulement, l'outil que j'en veux faire surtout, c'est une machine à lancer les grands projets de votre frère... » p. 150.

L'économie change de nature : les échanges vont se faire non plus à partir d'un argent qui est un simple représentant de richesses réelles préexistantes, mais à partir d'un argent qui représente une « promesse » de création de richesses. L'économie est plus dynamique mais elle est aussi plus risquée.

« Quel rêve ! et c'était très simple, l'idée de la valeur de l'argent se trouvait abolie à ce degré de fièvre... » p. 393.

En introduisant l'avenir, on introduit dans le calcul économique le risque et donc le jeu. C'est cette économie-là qui est le support de la vie financière, et particulièrement de l'activité boursière.

« À quoi bon donner trente ans de sa vie pour gagner un pauvre million, lorsqu'en une heure par simple opération en bourse, on peut le mettre dans sa poche ? » p. 135.

« Comprenez donc que la spéculation, le jeu est le rouage central, le cœur même, dans une vaste affaire comme la nôtre. Oui ! il appelle le sang, il le prend partout par petits ruisseaux, l'amasse, le renvoie en fleuves dans tous les sens, établit une énorme circulation d'argent, qui est la vie même des grandes affaires. Sans lui, les grands mouvements de capitaux, les grands travaux

civilisateurs qui en résultent, sont radicalement impossibles... »

« Le risque tout est là... Les risques courus sont volontaires, répartis sur un nombre infini de personnes, inégaux, limités selon la fortune et l'audace de chacun » p. 149.

« Personne ne vit plus de la terre... elle est la stagnation même de l'argent, dont nous avons décuplé la valeur, en le jetant dans la circulation, et par le papier monnaie et par les titres de toutes sortes » p. 162.

2.2 Le monde de l'argent devient celui de la finance

2.2.1 L'économie monétaire et financière devient dominante

1) Une « société de marché généralisée »

Un des premiers auteurs à théoriser le phénomène est **Karl Marx** qui montre que dans le mode de production capitaliste, l'argent est transformé en capital : Dans l'économie pré-capitaliste, prévaut le schéma M-A-M, les marchandises sont transformées en argent pour se procurer d'autres marchandises ; dans l'économie capitaliste, A-M-A' où A' est > A (la différence correspondant au profit), l'argent est transformé en marchandises afin de se procurer encore plus d'argent. Dans ce système Marx montre aussi que le travail est « réifié », c'est-à-dire transformé en « chose », en marchandise.

La société devient une « société de marché généralisée » : On assiste, selon **Karl Polanyi** (« *La grande transformation* » 1944), à une autonomisation de l'économie qui se « désencastre » du social, l'apogée de cette tendance peut être située pour lui entre 1834 (fin du système de Speenhamland, des « poors laws ») et l'entre-deux-guerres (marqué par la montée en puissance des États Nations).

Pour G. **Simmel** (« *Philosophie de l'argent* » 1900) la généralisation de l'argent va transformer la vision même de la réalité : « *la nature calculatrice de l'argent a introduit dans les rapports des éléments de la vie, une précision et une sûreté dans la détermination des égalités et des inégalités... comparables... à la généralisation des montres de poche* » ; « *la détermination de la valeur abstraite par l'argent fournit une vision extrêmement fine et sûre* » ; « *transparence et calculabilité inaccessible autrement* ». Pour lui cet argent va évaluer « *de la même façon toute la diversité des choses, il exprime par des différences de quantité toutes les différences de qualité... l'argent... comme dénominateur de toutes les valeurs... est le niveleur le plus redoutable... il vide irrémédiablement les choses de leur substance, de leurs propriétés, de leur valeur spécifique et incomparable* ». L'argent va rendre tout gris...

L'argent va donc libérer les hommes mais aussi déshumaniser et uniformiser.

« Il nous vendrait, vous, moi, n'importe qui, si nous entrions dans quelque marché... il est vraiment un poète du million »

« Argent pourrisseur, empoisonneur, qui desséchait les âmes... l'amour des autres... (c'est) l'entremetteur de toutes les cruautés » p. 275.

Pour **Michel Aglietta** et **André Orléan** (« *La violence de la monnaie* » 1984), la monnaie va permettre, d'une part, la socialisation des individus à la société marchande (où, par exemple, la valeur est confondue avec le prix monétaire), d'autre part, l'acceptation de rapports de violence qui prennent la forme de rapports purement monétaires.

2) La financiarisation de l'économie

La financiarisation des économies industrielles s'est réalisée à partir de la deuxième moitié du XIX^e siècle (à l'échelle mondiale c'est ce que

S. Berger appelle « *notre première mondialisation* » : création des grandes banques (en 1863 le Crédit lyonnais, en 1864 la Société générale etc.), loi sur les sociétés anonymes en 1867...

Depuis le milieu des années quatre-vingt du XXe siècle cette financiarisation de l'économie s'est développée : 3 D (Décloisonnement, les banques ne sont plus spécialisées, Déréglementation, Désintermédiation, les agents passent de plus en plus directement par les marchés pour se financer).

2.2.2 *Quelques éléments pour comprendre la logique financière*

1. Les différents marchés financiers

a) Les marchés classiques

Les marchés des actions (titres de propriété des Sociétés Anonymes qui rapportent des dividendes, parts des bénéficiaires nets redistribués), des obligations (titres de créances à long terme privés ou publics qui rapportent des intérêts fixes) ou des devises (le Forex, abréviation de FOREIGN Exchange). Il faut différencier le marché primaire, lors des émissions de titres, et secondaire, celui de l'occasion.

b) Ceux qui se sont développés, surtout depuis les années quatre-vingt

a) Les « *produits dérivés* » : Ils permettent de se couvrir contre un risque lié à une opération particulière (il y a autant de produits dérivés que d'opérations : variations de la parité d'une monnaie, de la valeur d'une action, du niveau d'un taux d'intérêt etc.). Les produits dérivés sont donc liés à d'autres actifs que l'on appelle les « *sous-jacents* ».

Les « *futures* » (engagements à acheter ou à vendre un montant déterminé d'un certain actif, matières premières, devises, bons du trésor, actions etc., à une date et à un prix fixé à l'avance). L'objectif de ce type de dérivé va être de se garantir d'une variation du prix du marché.

Les « *options* » : L'acheteur va prendre une option d'achat qu'il paie et qui lui donnera le droit d'acheter ou non aux conditions futures du marché. Ces options et donc les risques deviennent de véritables marchandises qui s'échangent et sont souvent déconnectées des opérations qu'elles représentent (les agents ne veulent pas obligatoirement acheter ou vendre les « *sous-jacents* »)

Les « *swaps* » sont, par exemple, des accords par lesquels les deux parties s'engagent à troquer les flux de remboursement de deux emprunts préalablement noués, pendant une période et selon une règle pré-établie

b) Les « *produits structurés* » : Ce sont des produits financiers qui sont la synthèse d'autres produits financiers, « *titrisés* » ou non.

Les produits classiques de type SICAV ou FCP : leur valeur dépend de la valeur des titres qui les composent. Il y a donc un effet de moyenne qui limite le risque. Ils permettent de récupérer une épargne de non spécialistes qui sinon n'aurait pas été investie dans les marchés financiers.

Les produits à risque (développés par des institutions spécialisées de type « *hedge funds* » mais pas uniquement) : leur objectif est de drainer les capacités de financement vers des activités risquées mais très rémunératrices.

La « *titrisation* » est souvent employée, elle consiste à transformer des actifs très peu liquides pour lesquels il n'existe pas de marché efficace (de type créance « *subprime* » par exemple) en valeurs mobilières pour lesquelles il existe un marché efficace. Pour cela les valeurs d'origine sont souvent découpées en segments et mélangées à d'autres valeurs dans des titres composites.

Exemple de la crise des « *subprimes* » : les banques vont créer des SIV (Structured Investment Vehicules), des sociétés autonomes mais garanties par les banques, qui vont découper ces crédits hypothécaires en tranches et constituer des titres financiers composites (par exemple, les MBS, Mortgage bac-

ked securities ou les CDO, Collateralized Debt Obligations). Ces titres vont être revendus à des organismes spécialisés semi publics comme Fanny Mae ou Freddy Mac ou sur les marchés financiers. Ils vont finalement être achetés par les institutions financières du monde entier (parfois, ils seront re-titrisés, c'est-à-dire découpés et intégrés dans de nouveaux titres : on a des CDO au carré, au cube etc.)

2. Le « jeu » financier

1. La « couverture » et l'« arbitrage »

Les opérations d'arbitrage : elles consistent à profiter des imperfections des marchés pour réaliser un gain lors d'une opération financière liée à une opération réelle (valorisation du *spread* : la différence entre le prix d'achat et de vente)

Les opérations de couverture ; elles consistent à se « couvrir » du risque dans les opérations à terme.

On peut remarquer que toute opération d'arbitrage ou de couverture peut être réalisée dans un objectif de spéculation.

2. La spéculation

« On qualifie de spéculation toute opération d'achat (ou de vente) de bien avec intention de revente (de rachat) à une date ultérieure lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une modification du prix en vigueur et non par un avantage lié à l'usage du bien, à une transformation quelconque ou au transfert d'un marché à un autre » (H. Bouguinat, 1999)

Les opérations de spéculation présentent plusieurs caractéristiques : Elles supposent une prise de risque, elles sont motivées par un espoir de « plus-value » (nom du bénéfice particulier issu d'une différence entre le prix d'achat et le prix de vente sur les marchés des actifs financiers ou immobiliers), elles n'ont pas obligatoirement de contrepartie directe dans la sphère réelle de l'activité (elles sont « pures » ou « sèches »), et elles sont réalisées très souvent à crédit dans l'espoir qu'un levier d'endettement génère des profits importants. Elles mobilisent une mise de départ très faible (3 à 5 % du prix du titre) car souvent l'objectif n'est pas effectivement de garder le titre mais de le revendre tout de suite. Ex : Avec 30 € on achète à crédit un titre de 1 000 € que l'on revend tout de suite 1 100 €, ce qui nous permet de rembourser la différence (970 €), de payer les intérêts (faibles car la durée a été très courte) et d'empocher une plus-value. L'opérateur a toutefois intérêt à trouver un client pour son titre...

Les opérations « à découvert » se développent : Par exemple, on achète un titre à terme en avançant un % minime du prix d'achat, on attend que la valeur de ce titre monte pour le revendre et rembourser la somme initiale que l'on devait tout en empochant une plus-value financière. Exemple inverse (« vente à terme ») on vend un titre que l'on a emprunté en espérant que sa valeur baisse afin de pouvoir le racheter, le rendre à son propriétaire initial et réaliser ainsi une plus-value financière. Ex : LBO (Levrage Buy Out)

3. UN « ENRICHISSEMENT SANS CAUSE » (JOHN M. KEYNES) ?

3.1 Finance et stabilité économique

3.1.1 L'efficacité économique des marchés financiers

Pour l'économie néoclassique, les marchés financiers comptent parmi les plus efficaces

Ils permettent une augmentation de l'« efficacité informationnelle et opérationnelle » : Compte tenu de l'information mobilisable, les agents rationnels, par leurs opérations d'arbitrage, vont amener les prix des actifs

vers leur juste niveau (si un titre est sous-évalué, il aura tendance à être acheté, et s'il est sous-évalué, à être vendu). Comme le disait *Milton Friedman* dans un article de 1953, les agents qui achètent des titres sur évalués ou vendent des titres sous évalués vont être éliminés du marché. Même si sur le marché il y a des comportements irrationnels, ils se compensent et ne sont pas déterminants.

Finalement l'arbitrage et la sélection par le marché assureraient un ajustement des prix aux valeurs fondamentales de l'économie réelle.

Pour Gundermann : « la vérité était, en spéculation comme ailleurs, une force toute puissance. Dès que les cours s'exagéraient par trop, ils s'effondraient » p. 255.

Ils permettent aussi une augmentation de l'« efficacité allocative » : Le dynamisme des marchés financiers se traduit par une meilleure correspondance entre les besoins et les moyens de financement, mais aussi fait diminuer les coûts de financement de l'activité économique.

« Le pouvoir de l'homme décuplé. La terre lui appartenant chaque jour davantage. L'argent, aidant la science, faisait le progrès » p. 103.

Saccard : « Il n'y aurait pas de grandes entreprises vivantes et fécondes sans la spéculation, pas plus qu'il n'y aurait d'enfants sans la luxure » p. 282.

3.1.2 Les déséquilibres financiers

1. Des marchés particuliers

a) La spécificité des marchés spéculatifs

Sur les marchés traditionnels, lorsque le prix augmente l'offre est en hausse et la demande en baisse. Cela permet l'autorégulation du marché par tâtonnement : si l'O et > à la D, le prix baisse ce qui amène moins d'offreurs et plus de demandeurs. Si la D est > à l'O, le prix augmente, ce qui amène plus d'offreurs et moins de demandeurs.

Sur le marché financier, lorsque le prix augmente, la demande progresse jusqu'au point de rupture, c'est-à-dire jusqu'à la crise. Le réajustement n'a donc lieu qu'après de graves déséquilibres qui mettent en péril la structure même de l'édifice financier.

b) La réactivité des prix de marché

La flexibilité des prix aux réactions rationnelles des acteurs qui se rendent compte, par exemple, qu'un titre est surévalué, est insuffisante. « *Les marchés peuvent rester illogiques bien plus longtemps que nous sommes capables de rester solvables* ». Donc, un agent ne peut se contenter de suivre les fondamentaux, il faut qu'ils suivent « le mouvement ».

2. Une rationalité limitée

Le cadre de la réflexion est l'environnement d'incertitudes qui caractérise l'économie financière (et l'importance des événements non probables). Dans cet univers le « suivisme » et le « mimétisme » sont des comportements rationnels : la rationalité n'est plus liée à de quelconques fondamentaux, mais à l'opinion des autres. Sur les marchés se crée un avis dominant (une « saillance ») correspondant à une « convention d'évaluation ». Ce que recherche l'agent c'est la connaissance du comportement des autres, on retrouve ainsi l'intuition de *Keynes* à propos du « concours de beauté ». Finalement sur les marchés financiers « *il vaut mieux avoir tort avec tout le monde que raison tout seul* ».

Les agents rationnels vont plutôt avoir tendance à suivre les comportements des « chasseurs de tendances » qui vendent lorsque les titres baissent et achètent lorsqu'ils montent. Lorsque cette dimension stratégique est recon-

nue, on est donc obligé d'admettre que l'arbitrage n'est plus stabilisant. En outre, certains agents vont influencer les tendances : les « faiseurs de tendances ». Par exemple, les médias (Rôle du journal « *L'Espérance* » dans « *L'argent* » d'E. Zola)

« Ayez un journal, c'est une force » p. 155.

« Alors, sous cette poussée formidable de publicité, dans ce milieu exaspéré, mûr pour toutes les folies, l'augmentation probable de capital, cette rumeur d'une émission nouvelle de cinquante millions, acheva d'enfiévrer les plus sages » p. 291.

Enfin, sur ces marchés dominés par l'incertitude, certaines personnes influentes vont avoir un rôle essentiel

À propos de Gundermann : « Moser... contemplait cet homme qui savait les secrets, qui faisait à son gré la hausse ou la baisse, comme Dieu fait le tonnerre » p. 36.

Cette situation particulière va se traduire par des phénomènes « *d'anticipations auto-réalisatrices* » (le phénomène se produit, non pas parce qu'il devait se produire, mais parce que tous les agents l'ont prévu) et par l'amplification des tendances : formation de « *bulles spéculatives* » suivie de leur éclatement.

« Après l'extrême confiance, l'engouement aveugle, arrivait la réaction de la peur, tous se ruant pour vendre... » p. 408.

Dans un contexte d'« *économie d'incertitudes* » et d'« *économie casino* », les spéculateurs ont un rôle plutôt déstabilisant : « *lorsque dans un pays le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir dans des conditions défectueuses* » (J. M. Keynes « *Théorie générale de l'intérêt, de l'emploi et de la monnaie* » chap.12). Et ces déséquilibres vont se traduire par un gaspillage important des richesses créées.

3.2 Finance et perte du sens de la valeur

3.2.1 Le passage de la valeur au coût historique à la valeur de marché (*fair value*)

À partir du milieu des années 2000, une nouvelle norme comptable s'est imposée pour évaluer l'actif des sociétés (y compris bancaires). Au lieu de mesurer ce que détient une entreprise à sa valeur d'achat pondérée par ses résultats, on l'évalue à son prix de marché à la date de clôture du bilan. Si la valeur de marché (en particulier celle du marché boursier) collait aux fondamentaux de l'entreprise sociétariaire, cette méthode serait en effet plus efficace. Mais, en période de crise, elle renforce la fragilité des agents en dévalorisant leurs actifs.

Dans un article récent, Michel Pébereau, Président de BNP-Paribas, se plaignait de ce système alors qu'il l'avait défendu jusqu'à présent. En effet, sa banque (et bien d'autres) détient des titres de créances fragiles de certains États, ce qui déprécie son bilan. Mais si elle conserve ces valeurs publiques jusqu'à leur échéance, et qu'elle se les fait rembourser à leur valeur faciale, elle ne perdra rien.

En période de crise, la capitalisation boursière des sociétés ne traduit pas obligatoirement leur vraie valeur. D'ailleurs, de nombreux patrons rachè-

tent, ces derniers mois, leurs actions (Bouygues, Lagardère etc.), car leurs fonds propres sont supérieurs à la valeur de leurs titres en bourse. Dans cette situation, ces marchés boursiers ne servent plus au financement des sociétés et plusieurs d'entre elles parlent de quitter ces marchés. (« *La contribution nette des marchés d'actions au financement de l'économie est ainsi devenue nulle, voire négative* » **Frédéric Lordon**)

3.2.2 L'économie financière mondialisée ne contrôle plus la détermination des revenus

L'économie financière s'est peu à peu détachée de l'économie réelle, et ses résultats n'ont plus rien à voir avec la situation des entreprises.

L'activité principale de la finance n'est plus vraiment le financement des entreprises :

Tout d'abord, une grande partie de son activité est purement financière : les opérations sur les dérivés, les produits d'assurance ou, dernièrement, les fonds indiciels (ETF : exchange traded funds) qui consistent à parier sur l'évolution des grands indices boursiers. En outre, une grande partie des opérations se fait de façon automatisée (de 30 % à 50 % de l'activité boursière totale) sur des écarts infimes de valeur. Enfin, se développent de plus en plus des « bourses noires », non institutionnalisées ou des opérations de gré à gré qui ne passent pas par un quelconque marché institutionnel.

Cette « économie casino », même en situation de crise, peut générer des profits colossaux. Et elle s'y est habituée, imposant à l'économie réelle des objectifs de croissance de la valeur de marché totalement décalée par rapport à la croissance économique réelle (le fameux RoE, ou taux de rentabilité financière, de 15 %)

Ces exigences financières vont déplacer la distribution des richesses des salariés et des investisseurs vers les rentiers. C'est ainsi que dans tous les PDEM, la progression de la richesse nationale a été accaparée par une minorité de privilégiés souvent liés à la finance.

Conclusion : Les valeurs financières ne sont donc que partiellement liées à la réalité économique, elles dépendent des spéculations (au sens d'interprétations abstraites) produites par les hommes eux-mêmes. Cela pour le meilleur (l'invention du futur) ou le pire (la crise et ses conséquences)...