

économie générale

LA NOTION DE « VALEUR FONDAMENTALE » EST UN MYTHE !

Dans l'évaluation des actifs, il existerait deux sphères : l'une, réelle, basée sur leur valeur fondamentale ; l'autre, financière, qui anticiperait sur les évolutions de la valeur fondamentale... Mais si la valeur fondamentale disparaît, c'est la dichotomie entre l'économie réelle et les marchés financiers qui disparaît elle aussi !

par Philippe Herlin¹

Lorsque l'on passe en revue les différentes théories des marchés financiers et de l'évaluation des actifs financiers, on constate immédiatement qu'elles ont un point de départ identique : le prix affiché d'un actif financier (la plupart du temps très volatil) n'est, en réalité, qu'une approximation de sa vraie valeur, appelée « valeur fondamentale » ou « intrinsèque ». Ces théories considèrent toujours qu'il existe, pour chaque actif financier, une valeur fondamentale (ou intrinsèque) et, d'autre part, un prix affiché sur le marché qui dépend des anticipations que forment les opérateurs pour évaluer ces actifs. La valeur fondamentale dépend des fondamentaux (les résultats de l'entreprise s'il s'agit d'une action, les variables significatives de l'économie), tandis que le prix affiché dépend des anticipations formées par les opérateurs à partir des informations concernant ces actifs, et aussi parfois en imitant le comportement de leurs propres collègues.

La forte volatilité des cours sur les marchés boursiers conduit les théoriciens à douter que ceux-ci représentent la vraie valeur d'une entreprise, d'une action : comment la valeur d'une entreprise pourrait-elle changer d'une heure à l'autre ? La réalité de la vie de l'entreprise (son bilan, son compte de résultat, la progression de son marché, l'avantage concurrentiel de ses produits, etc.) détermine sa valeur fondamentale. Sur la Bourse, les financiers tentent de l'estimer au mieux en fonction de diverses informations et de la tendance que donne le marché... On est donc en présence d'une *dichotomie* entre une *sphère réelle*, dans laquelle se trouve la valeur fondamentale, et une *sphère financière*, dans laquelle se forment les anticipations. Ces anticipations convergent plus ou moins vite, suivant les différentes approches théoriques, vers la valeur fondamentale. Elles peuvent converger rapidement, comme dans le cas du modèle des anticipations rationnelles, mais elles peuvent aussi diverger sérieusement avant de retomber brutalement ainsi que le décrit la théorie des bulles spéculatives. Cette

dichotomie paraît évidente et, régulièrement, on dénonce l'irrationalité des marchés... Pourtant, elle n'a jamais été démontrée : c'est un postulat de la science économique. Mais ce qui semble le plus simple et le plus évident est parfois le plus trompeur.

Une dichotomie remise en cause

Cette dichotomie semble consubstantielle à toutes ces théories, dont les discours s'articulent autour de l'opposition entre la valeur fondamentale et les prix constatés. Mais s'est-on vraiment interrogé sur sa validité ? Posons-nous une question très simple : d'où vient la valeur fondamentale ? Prenons le cas d'une action : elle est censée représenter la valeur de l'entreprise (son bilan, ses profits, ses capitaux propres, etc.). Fort bien. Mais ces quantités dépendent elles-mêmes du volume de ses ventes (lui-même lié au niveau général d'activité), du rendement de ses investissements (eux-mêmes liés au taux d'intérêt à long terme), du prix des matières premières, etc., qui sont toutes des variables incertaines. Poursuivons, le niveau général d'activité et le taux d'intérêt à long terme dépendent d'une multitude de variables (politique monétaire, niveau de la demande...), elles aussi incertaines. Le prix des matières premières dépend de la demande et de l'éventuelle découverte de nouveaux gisements, etc. Ainsi, l'évaluation des actifs doit tenir compte de l'évolution future d'une multitude de variables, l'incertitude est en fait générale. L'incertitude apparaît en cascade, au fur et à mesure que l'on étend notre regard.

Le producteur de matières premières n'est donc pas plus assuré sur son avenir que le chef d'entreprise ni, bien sûr, que le spéculateur. Où que l'on porte son regard dans une économie, les variables déterminantes sont toujours incertaines, donc anticipées du mieux possible par les différents agents. Comment, dès lors, soutenir l'existence de fondamentaux, de

1. Chercheur en finance. Philippe Herlin vient de publier *Théorie des marchés financiers : revenir aux concepts fondamentaux*, au Club Finance HEC.

points d'ancrage, de références certaines qui détermineraient une valeur fondamentale ? Comment pourrait-il exister une valeur fondamentale dans un univers où tout est incertain ? On doit conclure qu'il n'y a pas de valeur fondamentale en économie, une incertitude concernant l'ensemble des variables économiques en interdit l'existence.

Comportement mimétique

Avant d'aller plus loin, revenons sur une métaphore développée par Keynes dans l'objectif d'expliquer et de démontrer cette dichotomie : « le concours de beauté ». Les lecteurs d'un magazine sont invités à élire le plus beau visage parmi tout un choix de mannequins, le gagnant étant celui qui aura indiqué sur son bulletin le nom de celle qui aura été choisie par le plus grand nombre de lecteurs. Avec une telle règle du jeu, nous dit Keynes, les lecteurs ne vont pas faire leur choix en fonction de leurs goûts, mais par rapport à l'idée qu'ils se font du goût des autres. Ce comportement mimétique n'a ainsi que peu de chance de tomber sur le plus beau visage, nous dit-il. Mais, justement, d'où tombe-t-il ce plus beau visage ? Quels critères objectifs permettent de le déterminer ? Qui peut croire à un jugement absolu dans ce domaine ? Citons Keynes¹ : « Il ne s'agit pas pour chacun de choisir les visages qui, autant qu'il peut en juger, sont réellement les plus jolis... » Mais à quelle réalité transcendante fait ici référence l'adverbe « réellement » ? Les canons de la beauté y seraient-ils inscrits ? Le plus beau visage n'existe pas plus que la valeur fondamentale.

À propos du concept de vérité

Si la valeur fondamentale (ou intrinsèque) disparaît, la dichotomie entre la sphère réelle et la sphère financière sombre avec elle. Toute notre façon de penser les marchés financiers se trouve bouleversée. Comment expliquer alors le succès et la longévité de cette théorie de la dichotomie ? Pourquoi paraît-elle si évidente ? Il est nécessaire de faire un détour du côté de l'histoire des idées, de la philosophie. Si cette conception a eu une telle emprise sur la théorie économique, c'est parce qu'elle correspond à notre conception traditionnelle de la vérité qui remonte aux premiers philosophes de notre civilisation.

Platon et le mythe de la caverne

Le premier grand penseur à en avoir donné une description est Platon avec le fameux mythe de la caverne – qui n'est, en fait, pas de Platon lui-même : il appartient à la culture grecque ancestrale, mais il en a donné une interprétation devenue universelle. Platon nous compare à ces pauvres hommes enchaînés dans une grotte de façon à ce qu'ils n'en voient que le fond

sur lequel se projettent les ombres d'objets et d'autres hommes passant dans leur dos. Comme eux, selon Platon, nous sommes condamnés à ne voir que les ombres et les apparences d'une réalité, d'une vérité à jamais inaccessible ; nous ne pouvons que conjecturer, par l'effort de la pensée, le monde vrai. Transposé dans le langage de l'économie : la vérité de la valeur fondamentale nous est inaccessible immédiatement, nous ne disposons que de signes sur lesquels vont se fonder nos anticipations.

Heidegger et le dévoilement de la vérité

Dans *La Doctrine de Platon sur la vérité*, qui constitue certainement l'un de ses textes les plus importants, Martin Heidegger² a remis en cause cette conception de la vérité. Revenant sur le mythe de la caverne, il insiste sur le mouvement que fait l'un de ces hommes de fiction qui se libère de ses chaînes pour se tourner vers l'ouverture de la caverne puis sortir sous le soleil. D'abord ébloui, il accède progressivement à la connaissance. Ainsi selon Heidegger, la vérité est un dévoilement, un processus progressif : « À l'origine, vérité veut dire : ce qui a été arraché à une occultation. La vérité est cet arrachement, toujours en mode de dévoilement³. » Avec son monde parfait des idées, Platon s'inscrit en contradiction avec cette conception de la vérité pour en proposer une autre plus binaire, dichotomique justement : « Lorsque Platon dit de l'Idée qu'elle est la Souveraine qui concède le non-voilement, il nous renvoie à quelque chose qu'il ne dit pas, à savoir que désormais l'essence de la vérité cesse de se déployer à partir de sa propre plénitude d'être, comme essence du non-voilement, mais qu'elle se déplace pour venir en adéquation avec l'essence de l'Idée. L'essence de la vérité abandonne son trait fondamental antérieur : le non-voilement⁴. »

Nietzsche et le « monde-vérité »

Les sciences exactes ont abandonné depuis longtemps cette perception de la réalité sous forme dichotomique qui, en revanche, relève de la logique scolastique. L'alchimie fonctionnait suivant ce modèle mais, manifestement, pas la science économique, notamment en ce qui concerne les marchés financiers. De là à dire que trouver la valeur fondamentale revient à chercher la pierre philosophale... Mais si la dichotomie disparaît, sommes-nous pour autant condamnés à errer éternellement au gré des apparences ? S'il n'y a plus de valeur fondamentale, l'incohérence et le chaos menacent-ils ? La conception platonicienne de la vérité a aussi été remise en cause par Friedrich Nietzsche, qui refuse l'idée d'un monde transcendant et qui répond ici à nos interrogations⁵ : « Le monde-vérité nous l'avons aboli : quel monde nous est resté ?

1. J. M. Keynes, *Théorie générale*, p. 168, Payot, 1969.

2. M. Heidegger, « La Doctrine de Platon sur la vérité », in *Questions I et II*, Gallimard TEL, p. 423 et suiv.

3. *Op. cit.*, p. 449.

4. *Op. cit.*, p. 458.

5. F. Nietzsche, *Le Crépuscule des idoles*, p. 96, Garnier Flammarion, 1985.

Le monde des apparences peut être ? [...] Mais non ! Avec le monde-vérité nous avons aussi aboli le monde des apparences ! » En effet, le système platonicien plaçait la vérité dans un monde transcendant et ne nous laissait que des ombres et des apparences. S'il s'écroule, alors, nous dit Nietzsche, la vérité fait partie de ce monde-ci. Nos efforts peuvent donc nous amener à la vérité, même s'ils ne nous protègent pas, bien sûr, de l'erreur.

La révolution manquée de Keynes

Le chemin que nous venons de parcourir semble radical – il remet en cause un des fondements de l'économie – mais nous ne sommes pas les premiers à l'avoir parcouru. Déjà, avant la guerre, du côté de Cambridge, on s'était posé ce genre de question. La disparition du concept de valeur fondamentale conduit à réévaluer la notion d'anticipation, son rôle ne se réduit plus à celui d'un parasite, mais devient l'unique mode d'appréhension de l'avenir. L'anticipation peut faire naître la vérité, elle acquiert un rôle structurant et devient désormais la notion centrale sur les marchés financiers.

Mais accorder une place fondamentale aux anticipations n'est peut être pas non plus une idée si nouvelle que cela : on peut lui trouver une référence historique. Il s'agirait en l'occurrence de – encore lui – John Maynard Keynes. En effet, Olivier Favereau¹ se livre à une analyse minutieuse de ses écrits entre le *Traité de la monnaie* (1930) et la *Théorie générale* (1936), et démontre que ceux-ci trahissent, selon lui, une hésitation entre, d'une part, un « projet radical » dans lequel l'incertitude est générale et, d'autre part, un « projet pragmatique » dans lequel l'incertitude est limitée au marché financier. Dans le projet radical, toutes les variables importantes sont des anticipations ; la validité de la théorie classique est limitée au cas d'information parfaite (mais ce cas est irréaliste) ; il est donc nécessaire d'élaborer une théorie de la formation des anticipations plutôt que d'en faire un simple élément exogène. Mais ce projet s'effacera finalement pour disparaître fin 1933, au profit du projet pragmatique qui s'exprimera dans la *Théorie générale* de 1936.

Wittgenstein, éminent collègue de Keynes

Cette évolution est d'ailleurs à rapprocher – c'est une autre remarque très pertinente de Favereau –, de celle d'un des éminents collègues de Keynes à l'université de Cambridge, le philosophe Ludwig Wittgenstein. Keynes connaissait très bien Wittgenstein et il suivait de près ses travaux. Ce dernier voulut élaborer dans son premier ouvrage, le *Tractatus*², une remise en cause radicale du langage dans son rapport avec le monde. Mais, plus tard, au tournant des années 1930, il assignera

des limites à ces prétentions en expliquant que l'on est toujours prisonnier d'un jeu de langage. Justement, relisons le Wittgenstein du *Tractatus*. Il est écrit au tout début (proposition 1.1) : « Le monde est l'ensemble des faits, pas des choses », les faits comme événements qui se produisent et non pas la chose, ce concept vieux comme la métaphysique, qui permet d'opérer une distinction toute platonicienne entre les apparences et la chose en soi.

Il refuse, comme nous le faisons ici, toute détermination transcendante, toute valeur intrinsèque masquée par des apparences : « Le sens du monde doit se trouver en dehors du monde. Dans le monde, toutes choses sont comme elles sont et se produisent comme elles se produisent : il n'y a pas en lui de valeur. [...] S'il existe une valeur qui ait de la valeur, il faut qu'elle soit hors de tout événement et de tout être-tel. Car tout événement et être-tel ne sont qu'accidentels » (proposition 6.41). On perçoit, avec ces deux propositions, la pensée de Wittgenstein : à l'opposé de Platon, il faut prendre le monde tel qu'il est ; les événements, les faits ont un caractère que nulle réalité transcendante ne peut nous permettre de prévoir. Nous pourrions le paraphraser en disant que *la valeur d'un actif financier est son prix*, point final. Il est vain, inutile et indémontrable de conjecturer une valeur intrinsèque vraie absolument à laquelle se rajouteraient des anticipations erratiques. Le prix d'un actif est un événement qu'il faut prendre comme tel.

Conséquences

Si la valeur fondamentale disparaît, la dichotomie entre l'économie réelle et les marchés financiers est, elle aussi, remise en cause. Partons de la notion dont nous avons réévalué l'importance : l'anticipation. Sur les marchés financiers, une anticipation peut se transformer immédiatement en une action concrète. On peut transférer une somme d'argent d'un actif à l'autre, d'un pays à l'autre, sans aucun délai. Mais, dans l'industrie, construire une usine ou fabriquer un produit prend du temps, et cette durée, impossible à annuler – une durée liée à la matière, par opposition à l'immatérialité de la finance –, est un temps *mort* soustrait à l'échange, à l'économie. Ce temps définitivement perdu correspond à des frictions, à une inertie (liée à la *matière* elle-même), qui ralentit le cœur de l'économie : l'anticipation. Le marché financier apparaîtrait ainsi comme la forme la plus pure de l'économie, et l'activité industrielle comme une forme dégradée. On renverse ici la perspective habituelle.

C'est ce que présentait le mathématicien et économiste Benoît Mandelbrot quand il affirmait³ qu'« il est difficile d'établir une frontière entre la spéculation et l'économie ». Les théories et les discours économiques, depuis toujours, voudraient

1. O. Favereau, « L'incertain dans la "révolution keynésienne" : l'hypothèse Wittgenstein », in *Économie et sociétés*, n° 3, t. XIX, mars 1985.

2. L. Wittgenstein, *Tractatus logico-philosophicus*, Gallimard, 1961.

3. B. Mandelbrot, *Fractales, hasard et finance*, p. 160, Flammarion, 1997.

nous faire croire que, dans l'industrie, nous avons affaire à des agents rationnels qui répondent aux besoins des consommateurs, tandis que sur les marchés financiers, les acteurs sont irrationnels, versatiles, moutonniers, myopes, etc. On postule toujours que le bien produit par l'industriel est fondamental (en ce qu'il répond, au meilleur prix, aux besoins des consommateurs) alors que le prix d'une action, lui, ne correspond que rarement à sa vraie valeur, la valeur fondamentale. Comme s'il n'y avait pas d'effets de mode dans les biens de consommation ! Le marketing, la publicité, le design, la mode joueraient un rôle marginal, les consommateurs se détermineraient en

toute rationalité suivant les caractéristiques techniques des produits... Bien sûr que non ! Les « bulles », les effets de mimétisme et les tendances irrationnelles sont tout aussi présents dans le secteur industriel, mais ils se déploient simplement avec une certaine inertie par rapport au secteur financier, à cause du temps mort dont nous avons parlé.

La fin de la notion de valeur fondamentale nous oblige à changer en profondeur notre façon de *penser* l'économie. Mais ce sera pour mieux la comprendre.