**Colloque international de l’AFEP et de l’IIPPE, Lille 3-5 Juillet 2019**

**Proposition de communication**

Renaud du Tertre Paris, le 5 novembre 2018

Université Paris Diderot – Sorbonne Paris Cité

r.dutertre@univ-paris-diderot.fr

Yann Guy

Université Rennes 2

yann.guy@univ-rennes.fr

**Les prévisions de rendement et le coût du capital à l’ère du néo-libéralisme**

Dans le cadre de la théorie standard, la détermination du coût du capital, c’est-à-dire du prix que les directions d’entreprise doivent payer aux titulaires de titres financiers, ne pose pas de difficulté majeure au plan conceptuel, parce qu’elle repose sur deux hypothèses fondamentales. En premier lieu, les agents, qu’ils soient dirigeants d’entreprise ou financiers, sont dotés d’une capacité de prévision exacte de nature adaptative grâce à l’hypothèse des anticipations rationnelles. En second lieu, le prix d’équilibre du capital est celui qui ajuste la demande d’investissement et l’offre d’épargne, conformément à la théorie des fonds prêtables. Au plan pratique, la seule difficulté à surmonter concerne la fixation de la prime de risque qui différencie le taux d’intérêt (bancaire ou obligataire) à long terme et le taux de rendement des actions, l’ajustement s’opérant à travers la variation plus ou moins erratique des cours boursiers. La prime de risque étant fixée à l’équilibre, tous les prix d’actifs peuvent être ramenés à un seul prix d’offre qui, par simplification, est le taux d’intérêt qui gouverne l’offre d’épargne, tandis que le rendement physique du capital détermine la demande d’investissement. On en déduit le taux d’intérêt naturel qui, avec le NAIRU fondé sur la courbe de Phillips, détermine la croissance potentielle de l’économie.

Face à l’incertitude radicale introduite par Keynes, il en va tout autrement. Le prix du capital investi dans les entreprises comporte deux facettes bien différentes pour deux raisons. Tout d’abord, les prévisions de rendements émanent de deux catégories d’agents, les directions d’entreprise pour le prix de demande et les financiers pour le prix d’offre, dont les comportements reposent sur des calculs de rendement de nature différente. Ensuite, la communauté financière elle-même se divise en deux catégories d’agents, les créanciers qui détiennent des titres de dette et les actionnaires qui possèdent des titres de propriété sur le capital, puisque les uns et les autres ne prennent pas les mêmes risques et, par suite, ne subissent pas l’incertitude de la même façon. Autrement dit, nous nous trouvons face à trois prix, un prix de demande qui émane des directions d’entreprise et deux prix d’offre, le taux d’intérêt pour l’offre de prêts et le cours des actions pour l’offre de fonds propres.

De façon plus précise du côté de l’offre, le marché des capitaux doit être considéré comme un ensemble de marchés de stocks, où les agents sont en situation d’arbitrage, de sorte qu’il n’existe pas, comme c’est le cas sur le marché des biens et des services, de fonctions d’offre et de demande à proprement parler. Un même opérateur peut prendre tour une position d’offre ou de demande sur un marché d’actifs donné et il peut aussi passer d’un marché à l’autre en fonction de ses supputations et ses craintes concernant l’avenir. Autrement dit, il n’existe pas de liens strictement définis entre les montants de titres offerts et demandés et leurs prix. En revanche, les prix se fixent sur la base d’un rapport de forces entre agents, qui équilibre l’offre et la demande de titres financiers sur la base de conventions financières, dont deux jouent un rôle déterminant. D’une part, le taux de l’intérêt exprime un certain degré de la préférence pour la liquidité des titulaires d’épargne et, par suite, un certain état du crédit bancaire à une date donnée ; de l’autre, le cours boursier témoigne, quant à lui lorsqu’il se stabilise, d’un certain état de la confiance dans l’avenir de la part des opérateurs financiers et, de façon plus large, du monde des affaires.

En s’appuyant sur l’approche inaugurée par Minsky concernant la théorie des deux prix de l’investissement, le mécanisme de l’effet de levier peut être considéré comme le fondement de la théorie du prix du capital. Son principal intérêt est d’endogénéiser les crises financières dans le fonctionnement même du capitalisme en distinguant la phase ascendante du cycle des affaires que Minksy caractérise comme le « paradoxe de la tranquillité », dans la mesure où s’accumulent les fragilités financières, et la phase de retournement brutal qui se traduit par une situation de surendettement et la nécessité d’un redressement drastique des bilans, c’est-à-dire un ajustement déflationniste de l’activité économique.

L’originalité et l’enrichissement de l’analyse que nous proposons par rapport à Minsky est double.

En premier lieu, nous nous proposons d’opérer une distinction beaucoup plus précise que ne le fait Minsky concernant la nature des prévisions élaborées par les différents agents et les liens qui les unissent. La distinction entre banquiers et investisseurs en fonds propres a pour but d’identifier les rapports de forces qui s’établissent entre les détenteurs de capitaux et la spécificité de la fragilité des différentes conventions financières sur lesquelles reposent leurs prévisions de rendement. Elle a aussi pour mérite de clarifier les modalités à travers lesquelles s’exerce la contrainte financière que subissent les directions d’entreprise et comment celles-ci cherchent à y répondre. Dans les deux cas, nous montrerons l’intérêt de recourir à la théorie de la régulation pour mettre en évidence le caractère institutionnel et donc daté et situé géographiquement de ces mécanismes.

En second lieu, nous développerons une analyse empirique en nous fondant sur la comptabilité d’entreprise et en sélectionnant quatre échantillons d’entreprises cotées sur quatre places financières : New York, Londres, Paris et Francfort. À nouveau la théorie de la régulation sera mobilisée pour montrer que les grands groupes cotés qui sont *de facto* des firmes multinationales adoptent des comportements qui sont spécifiques aux économies nationales auxquelles ils appartiennent. La diversité des capitalismes au plan institutionnel joue ici un rôle majeur à la fois au plan microéconomique : la gouvernance d’entreprise, et au plan macroéconomique : les caractéristiques structurelles des systèmes monétaires et financiers.

La principale innovation d’ordre méthodologique que nous introduirons dans l’analyse consiste à utiliser les données empiriques d’entreprise en distinguant les données comptables proprement dites, à savoir leurs comptes d’exploitation, leurs bilans fonctionnels et leurs comptes de trésorerie d’une part, et les données concernant leurs valeurs de marché, c’est-à-dire le montant de leurs capitalisations boursières d’autre part. Les premières données nous permettront de montrer comment la rentabilité financière des entreprises, mesurée par le *ROE* (*Return On Equity*), a pour sous-jacent fondamental l’effet de levier ; les secondes de calculer le rendement des actions obtenu sur les différentes places financières, mesuré par le *TSR* (*Total Shareholder Return*). Autrement dit, nous serons en mesure d’établir un ensemble de liens et de différences entre la rentabilité financière recherchée par les grandes entreprises cotées, le *ROE*, pour répondre aux attentes des actionnaires et le rendement dont les actionnaires bénéficient effectivement sur les marchés boursiers, le *TSR*. Ces liens ou, au contraire, l’absence de liens directs entre les deux ratios, qui résulte de l’incertitude radicale régnant sur les marchés financiers, seront appréhendés et interprétés par le truchement d’une décomposition comptable du *PtB* (*Price-to-Book*) qui rapporte la valeur de marché d’une entreprise à sa valeur comptable. Nous serons alors en mesure de montrer que le comportement des entreprises et le comportement des épargnants qui assurent leur financement prennent des formes particulières selon l’économie à laquelle on s’intéresse.

En conclusion, nous chercherons à apprécier le poids que le coût du capital exerce sur le comportement d’investissement des entreprises, c’est-à-dire au final sur l’emploi. Ce bilan sera dressé en insistant sur deux phénomènes, à savoir la déconnexion des grands groupes cotés par rapport aux économies nationales d’origine d’une part et l’instabilité financière endémique de celles-ci d’autre part. Ces deux phénomènes sont cruciaux, parce ce qu’ils sont intimement liés aux deux piliers du régime de croissance néo-libéral, constitués par la financiarisation de l’économie et sa globalisation. Et ils exercent des effets d’autant plus néfastes sur la croissance qu’ils s’inscrivent dans un contexte d’accroissement effréné des inégalités de revenus et de déstabilisation en profondeur du rapport salarial qui ont, l’un comme l’autre, pour conséquence de restreindre la demande globale et de la fragiliser.

**Mots clés** : Incertitude, prévisions de rendement, coût du capital, effet de levier, régime de croissance.