

Chapitre XII

L'état de la prévision à long terme.

I

Nous avons vu au chapitre précédent que le flux effectif d'investissement dépend de la relation entre le taux de l'intérêt et la courbe qui exprime les variations de l'efficacité marginale du capital en fonction du flux d'investissement, l'efficacité marginale du capital dépendant elle-même de la relation qui existe entre le prix d'offre d'un capital et son rendement escompté. Dans le présent chapitre nous examinerons de plus près certains des facteurs qui déterminent le rendement escompté d'un capital.

Les évaluations des rendements futurs sont fondées en partie sur des faits actuels, qu'on peut supposer être connus avec plus ou moins de certitude et en partie sur des événements futurs qui ne peuvent qu'être prévus avec plus ou moins de confiance. Dans la première catégorie on citera le volume actuel des divers types de capitaux et celui du capital en général ainsi que l'intensité de la demande actuelle des consommateurs portant sur les richesses dont la production à haut rendement exigerait une participation relativement plus importante du capital. Dans la seconde catégorie figurent les changements futurs dans l'espèce et la quantité des divers capitaux et dans les goûts des consommateurs, l'ampleur de la demande effective à diverses époques de l'existence du capital en cause et enfin les variations qui peuvent apparaître, au cours de son existence, dans la valeur monétaire de l'unité de salaire. On peut resserrer l'état psychologique d'attente vis-à-vis des événements de la seconde catégorie dans l'expression d'état de la *prévision à long terme* - la prévision à long terme ne devant pas être confondue avec la prévision à court terme examinée au Chapitre V, qui sert de base aux producteurs lorsqu'ils évaluent le prix qu'après son achèvement ils tireront d'un produit s'ils décident d'en commencer tout de suite la fabrication avec l'outillage existant.

II

Il serait absurde, lorsqu'on forme des prévisions, d'attacher beaucoup de poids aux choses très incertaines. Il est donc raisonnable de se laisser guider dans une large mesure par les faits dont on se sent suffisamment certain, même s'ils n'ont pas pour le résultat considéré une importance aussi décisive que d'autres faits dont on n'a qu'une connaissance limitée et imprécise. C'est pourquoi les faits actuels jouent un rôle en quelque sorte disproportionné

dans la formation de nos prévisions à long terme ; notre méthode habituelle consistant à considérer la situation actuelle, puis à la projeter dans le futur après l'avoir modifiée dans la seule mesure où l'on a des raisons plus ou moins précises d'attendre un changement.

Par suite l'état de la prévision à long terme ne dépend pas seulement de l'éventualité la plus probable qu'on puisse envisager. Il dépend aussi de la *confiance* avec laquelle on la prévoit, c'est-à-dire, de l'évaluation qu'on fait de la probabilité pour que sa prévision la mieux établie se révèle complètement fautive. Lorsqu'on s'attend à des variations profondes, mais qu'on est très incertain de la forme qu'elles revêtiront, on n'a qu'une confiance limitée.

L'état de la confiance, comme disent les hommes d'affaires, est une chose à laquelle ils prêtent toujours l'attention la plus stricte et la plus vigilante. Mais les économistes ne l'ont pas analysée avec soin et se sont contentés le plus souvent d'en disputer en termes généraux. En particulier, ils n'ont pas clairement indiqué que son importance dans les problèmes économiques vient de l'influence considérable qu'elle exerce sur la courbe de l'efficacité marginale du capital. L'état de la confiance et la courbe de l'efficacité marginale du capital ne sont pas deux facteurs distincts, agissant séparément sur le flux d'investissement. L'état de la confiance intervient parce qu'il est un des facteurs principaux qui gouvernent cette courbe, laquelle est la même que la courbe de la demande de capital.

Cependant il n'y a pas beaucoup à dire a priori sur l'état de la confiance. Nos conclusions devront surtout s'inspirer de l'observation pratique des marchés et de la psychologie des affaires. C'est pourquoi la digression qui va suivre ne présentera pas le même degré d'abstraction que la majeure partie de cet ouvrage.

Pour la commodité de l'exposition, dans l'étude ci-après de l'état de la confiance, nous admettrons que le taux de l'intérêt ne varie pas ; dans les prochaines sections du chapitre, nous raisonnerons constamment comme si les variations de valeur des investissements provenaient uniquement des changements dans la prévision de leurs rendements escomptés et ne résultaient en aucun cas des variations du taux d'intérêt auquel ces rendements escomptés sont capitalisés. Il est d'ailleurs facile de superposer l'effet des variations du taux de l'intérêt à l'effet des changements dans l'état de la confiance.

III

Le fait marquant en la matière est l'extrême précarité des données à l'aide desquelles nous sommes obligés d'effectuer nos évaluations des rendements escomptés. Notre connaissance des facteurs qui gouverneront le rendement d'un investissement quelques années plus tard est en général très limitée et souvent négligeable. A parler franc, on doit avouer que, pour estimer dix ans ou même cinq ans à l'avance le rendement d'un chemin de fer, d'une mine de cuivre, d'une fabrique de textile, d'une marque pharmaceutique, d'un transatlantique ou d'un immeuble à Londres, les données dont on dispose se réduisent à bien peu de choses, parfois à rien. En fait ceux qui cherchent à effectuer sérieusement une telle estimation forment souvent une si petite minorité qu'ils n'ont pas d'influence sur le marché.

Autrefois, lorsque les entreprises appartenaient pour la plupart à ceux qui les avaient

créées ou aux amis et associés de leurs fondateurs, l'importance de l'investissement était fonction du nombre des individus de tempérament sanguin et d'esprit constructif qui s'embarquaient dans les affaires pour occuper leur existence sans chercher réellement à s'appuyer sur un calcul précis de profit escompté. Les affaires étaient en partie une loterie, encore que leur résultat final différât grandement selon que les aptitudes et le caractère de leurs dirigeants étaient supérieurs ou inférieurs à la moyenne. Les uns étaient appelés à réussir, les autres à échouer. Mais personne ne savait même après coup si les résultats moyens seraient avec les sommes engagées dans un rapport supérieur, égal ou inférieur au taux de l'intérêt existant ; cependant, si on excepte l'exploitation des ressources naturelles et celles des monopoles, il est probable qu'en moyenne les résultats effectifs des investissements même pendant les périodes de prospérité et de progrès ont déçu les espoirs qui les avaient fait naître. Les hommes d'affaires jouent un jeu mixte d'adresse et de hasard dont les résultats moyens pour les joueurs ne sont pas connus de ceux qui prennent une main. Si la nature humaine n'avait pas le goût du risque, si elle n'éprouvait aucune satisfaction (autre que pécuniaire) à construire une usine ou un chemin de fer, à exploiter une mine ou une ferme, les seuls investissements suscités par un calcul froidement établi ne prendraient sans doute pas une grande extension.

Cependant, lorsqu'on décidait de mettre de l'argent dans les affaires privées conçues à l'ancienne mode, de telles décisions étaient en grande partie irrévocables non seulement pour la communauté dans son ensemble mais encore pour les individus pris isolément. La scission entre la propriété et la gestion du capital, qui prévaut à l'heure actuelle, et l'extension prise par les marchés financiers organisés ont fait intervenir un nouveau facteur d'une grande importance, qui facilite parfois l'investissement, mais qui parfois aussi contribue à aggraver l'instabilité du système. En l'absence de bourses de valeurs il n'y a pas de motif pour qu'on essaye de réévaluer fréquemment les investissements où l'on s'est engagé. Mais le Stock Exchange réévalue tous les jours un grand nombre d'investissements, et ses réévaluations fournissent à chaque individu (mais non à la communauté dans son ensemble) une occasion fréquente de réviser ses 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. Cependant les réévaluations journalières du Stock Exchange, bien qu'elles soient surtout destinées à faciliter les transferts des capitaux anciens d'un individu à un autre, exercent nécessairement une influence décisive sur le montant de l'investissement courant. Il serait absurde en effet de créer une entreprise nouvelle d'un certain coût si l'on peut acquérir une entreprise identique à un prix moindre ; inversement, on est incité à dépenser dans une affaire nouvelle une somme qui peut sembler extravagante, si cette affaire peut être cédée sur le marché avec un bénéfice immédiat. Ainsi certaines catégories d'investissement sont-elles gouvernées moins par les prévisions véritables des entrepreneurs de profession que par la prévision moyenne des personnes qui opèrent sur le Stock Exchange, telle qu'elle est exprimée par le cours des actions. Comment donc s'effectuent dans la pratique ces réévaluations d'une si haute portée auxquelles les investissements existants sont soumis tous les jours et même toutes les heures ?

IV

Dans la pratique, nous sommes tacitement convenus, en règle générale, d'avoir recours à

une méthode qui repose à vrai dire sur une pure *convention*. Cette convention réside essentiellement - encore que, bien entendu, elle ne joue pas toujours sous une forme aussi simple - dans l'hypothèse que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment à moins qu'on ait des raisons définies d'attendre un changement. Ceci ne signifie pas que nous pensions réellement que l'état des affaires continuera indéfiniment. L'expérience constante nous enseigne qu'une telle hypothèse est des plus improbables. Les résultats d'un investissement qui apparaissent effectivement après une période de plusieurs années concordent très rarement avec la prévision initiale. Nous ne pouvons pas non plus donner à notre attitude un caractère rationnel en disant qu'un homme en état d'ignorance n'a qu'une chance sur deux de se tromper et qu'il subsiste par conséquent une prévision moyenne du point de vue actuariel basée sur des probabilités égales. Car on démontre aisément qu'à vouloir fonder des probabilités arithmétiquement égales sur un état d'ignorance, on aboutit à des absurdités. Nous supposons, en vertu d'une véritable convention, que l'évaluation actuelle du marché, de quelque façon qu'elle ait été formée, est la seule *correcte*, eu égard à la connaissance actuelle des faits qui influenceront sur le rendement de l'investissement, et que cette évaluation variera seulement dans la mesure où la connaissance actuelle de ces faits sera modifiée ; encore que sur le plan philosophique cette évaluation ne puisse être la seule correcte, car notre connaissance actuelle du futur ne saurait fournir la base d'une prévision calculée mathématiquement. En fait il entre dans l'évaluation du marché toutes sortes de considérations qui n'ont aucun rapport avec le rendement escompté.

Néanmoins la méthode conventionnelle de calcul indiquée ci-dessus est compatible avec un haut degré de continuité et de stabilité dans les affaires, *tant que l'on peut compter sur le maintien de la convention*.

Car, s'il existe des bourses de valeurs organisées et si l'on est en droit de compter sur le maintien de la convention, un individu qui investit peut légitimement s'enhardir par l'idée qu'il ne court pas d'autre risque que celui d'un changement réel dans les informations relatives au *proche avenir*, risque sur la probabilité duquel il peut essayer de se faire une opinion personnelle et qui au demeurant n'est pas susceptible d'être très grand. A supposer que la convention subsiste, les risques de cet ordre sont en effet les seuls qui puissent modifier la valeur de son investissement et il n'a pas besoin de perdre le sommeil pour la seule raison qu'il n'a aucune idée du prix que son investissement vaudra dix ans plus tard. De la sorte un investissement devient d'une sécurité raisonnable pour l'individu, considéré isolément, qui investit pour de courtes périodes et partant pour une succession de courtes périodes si nombreuses soient-elles, à condition qu'il puisse suffisamment compter sur la permanence de la convention et sur la possibilité de réviser son jugement et de changer son investissement avant que beaucoup de choses aient eu le temps de se passer. Les investissements qui sont « fixes » pour la communauté sont ainsi rendus « liquides » pour l'individu.

Ce fut, nous en sommes convaincu, suivant un tel processus que se sont développés nos principaux marchés financiers. Mais il ne faut pas s'étonner qu'une convention, si arbitraire d'un point de vue absolu, ait ses faiblesses. C'est de sa précarité que proviennent une grande partie des difficultés que l'on éprouve aujourd'hui à maintenir un volume d'investissement suffisant.

Nous pouvons mentionner brièvement quelques-uns des facteurs qui aggravent cette précarité.

1° Les personnes qui ne gèrent pas elles-mêmes leurs affaires et qui n'ont aucune connaissance particulière des circonstances actuelles ou éventuelles qui influent sur elles possèdent de jour en jour une fraction plus importante du capital global de la communauté. Il en résulte que, dans l'évaluation des capitaux faite par leurs possesseurs ou par leurs acquéreurs éventuels, l'élément de compétence réelle est sérieusement diminué.

2° Les fluctuations au jour le jour des profits réalisés dans les investissements existants, bien qu'elles soient manifestement éphémères et dépourvues de signification, tendent à exercer sur le marché une influence tout à fait exagérée et même absurde. On rapporte par exemple qu'en Amérique les actions des sociétés qui fabriquent la glace à rafraîchir se vendent en été lors de l'augmentation saisonnière des bénéfices à des prix plus élevés qu'en hiver lorsque personne n'a besoin de glace. De même, le retour d'une fête légale est de nature à accroître de plusieurs millions de Livres l'évaluation boursière du réseau ferré britannique.

3° Une évaluation conventionnelle, fruit de la psychologie collective d'un grand nombre d'individus ignorants, est exposée à subir des variations violentes à la suite des revirements soudains que suscitent dans l'opinion certains facteurs dont l'influence sur le rendement escompté est en réalité assez petite. Les jugements manquent en effet des racines profondes qui leur permettraient de tenir. Dans les périodes anormales notamment, lorsque la croyance à la continuation indéfinie de l'état actuel des affaires est particulièrement peu plausible, même s'il n'y a pas de raison formelle de prévoir un changement déterminé, le marché se trouve exposé à des vagues d'optimisme et de pessimisme irraisonnées, mais après tout compréhensibles en l'absence d'une base solide de prévision rationnelle.

4° Un des aspects particuliers de la question mérite notre attention. Peut-être a-t-on supposé que la concurrence entre les professionnels compétents, doués d'un jugement plus sûr et de connaissances plus étendues que la moyenne des capitalistes privés, corrigerait les fantaisies des individus ignorants livrés à leurs propres lumières. Or il se trouve que l'activité et l'habileté des spéculateurs professionnels et des spécialistes du placement s'emploient surtout ailleurs. En fait, la plupart d'entre eux se soucient beaucoup moins de faire à long terme des prévisions serrées du rendement escompté d'un investissement au cours de son existence entière que de deviner peu de temps avant le grand public les changements futurs de la base conventionnelle d'évaluation. Ils se préoccupent non de la valeur réelle d'un investissement pour un homme qui l'acquiert afin de le mettre en portefeuille, mais de la valeur que, sous l'influence de la psychologie collective, le marché lui attribuera trois mois ou un an plus tard. Et cette attitude ne résulte pas d'une légèreté d'esprit particulière, elle est la conséquence inévitable de l'organisation d'un marché financier suivant le principe que nous avons indiqué. Il serait absurde en effet de payer 25 pour un investissement dont on juge que la valeur correspondant au rendement escompté est 30, si l'on estime aussi que 3 mois plus tard le marché l'évaluera à 20.

Pour le spécialiste du placement c'est donc une obligation impérieuse de s'attacher à anticiper les changements prochains dans l'ambiance et les informations, l'expérience ayant appris que les changements de cet ordre étaient ceux qui exerçaient sur la psychologie collective du marché l'influence la plus profonde. Telle est la conséquence inévitable de l'existence de marchés financiers conçus en vue de ce qu'on est convenu d'appeler la liquidité.

De toutes les maximes de la finance orthodoxe, il n'en est aucune, à coup sûr, de plus antisociale que le fétichisme de la liquidité, doctrine qui fait un véritable devoir aux institutions de placement de concentrer leurs ressources sur des valeurs « liquides ». 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. L'utilité sociale des placements-habiles devrait être de vaincre les forces obscures du temps et de percer le mystère qui entoure le futur. En fait, pour les particuliers, les placements les plus habiles sont à l'heure actuelle ceux qui ont pour objet de « voler le départ », comme disent si bien les Américains, de piper le public, de refiler la demi-couronne fausse ou décriée.

Cet assaut d'intelligence pour anticiper de quelques mois la base conventionnelle d'évaluation bien plus que pour prévoir de longues années à l'avance le rendement escompté d'un investissement n'exige même pas qu'il y ait dans le public des pigeons pour emplir la panse des professionnels; la partie peut être jouée par les professionnels entre eux. Point n'est besoin non plus que certains persistent à croire ingénument que la base conventionnelle d'évaluation a une valeur réelle quelconque à long terme. Il s'agit, peut-on dire, d'une partie de chemin de fer, de vieux garçon ou de chaise à musique, divertissements où le gagnant est celui qui passe la main ni trop tôt ni trop tard, qui cède le vieux garçon à son voisin avant la fin de la partie ou qui se procure une chaise lorsque la musique s'arrête. On peut trouver à ces jeux de l'agrément et de la saveur bien que tout le monde sache qu'il y a un vieux garçon en circulation ou que lors de l'arrêt de la musique certains se trouveront sans siège.

Ou encore, pour varier légèrement la métaphore, la technique du placement peut être comparée à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents. Chaque concurrent doit donc choisir non les visages qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle. Il ne s'agit pas pour chacun de choisir les visages qui, autant qu'il peut en juger, sont réellement les plus jolis ni même ceux que l'opinion moyenne considèrera réellement comme tels. Au troisième degré où nous sommes déjà rendus, on emploie ses facultés à découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement. Et il y a des personnes, croyons-nous, qui vont jusqu'au quatrième ou au cinquième degré ou plus loin encore.

Peut-être le lecteur objectera-t-il que pendant une période assez longue un homme habile doit nécessairement réaliser aux dépens des autres joueurs des bénéfices considérables si, indifférent au passe-temps prédominant, il persiste à acheter des investissements à la lumière des prévisions véritables à long terme les plus parfaites qu'il puisse établir.

A ceci il convient de répondre tout d'abord qu'il existe en effet des esprits sérieux de ce genre et que, suivant que leur influence ou celle des simples joueurs prévaut, la physionomie d'un marché financier diffère profondément. Mais nous devons ajouter que plusieurs circonstances s'opposent à la prédominance de semblables esprits sur les marchés de capitaux modernes. Le placement fondé sur une véritable prévision à long terme est de nos jours une tâche trop difficile pour être souvent possible. Ceux qui s'y attèlent sont sûrs de mener une existence beaucoup plus laborieuse et de courir des risques plus grands que ceux qui essayent de deviner, les réactions du public plus exactement que le public lui-même ; et, à égalité d'intelligence dans les deux activités, ils risquent de commettre dans la première des erreurs beaucoup plus désastreuses. L'expérience ne prouve nullement que la politique de placement

qui présente une utilité sociale coïncide avec celle qui rapporte le plus. Il faut plus d'intelligence pour triompher des forces secrètes du temps et de l'ignorance de l'avenir que pour « voler le départ ». Au surplus la vie n'est pas assez longue pour cette tâche ; la nature humaine exige de prompts succès et l'enrichissement rapide a une saveur particulière, l'homme moyen calculant la valeur actuelle des profits différés à un taux d'escompte fort élevé. Le placement professionnel est une tâche fastidieuse et astreignante au point d'être intolérable pour quiconque n'a aucunement le goût du jeu, et ceux qui l'ont doivent payer pour ce penchant la redevance appropriée. Au surplus celui qui veut investir sans se préoccuper des fluctuations momentanées du marché a besoin pour sa sécurité de ressources plus importantes et ne peut donc, au moins avec de l'argent emprunté, opérer sur une échelle aussi considérable; nouvelle raison pour qu'à égalité d'intelligence et de ressources il soit plus avantageux de se consacrer au passe-temps. Finalement l'individu qui investit à long terme et qui par là sert le mieux l'intérêt général est celui qui, dans la pratique, encourra le plus-de critiques, si les fonds à placer sont administrés par des conseils, des comités et des banques . Son attitude en effet doit normalement le faire passer aux yeux de l'opinion moyenne pour un esprit excentrique, subversif et inconsideré. S'il connaît d'heureux succès, là croyance générale à son imprudence s'en trouvera fortifiée; et, si, comme c'est très probable, il subit des revers momentanés, rares sont ceux qui le plaindront. La sagesse universelle enseigne qu'il vaut mieux pour sa réputation échouer avec, les conventions que réussir contre elles.

5° Jusqu'ici nous avons eu surtout en vue l'état de la confiance où se trouve lui-même le spéculateur ou l'auteur d'un placement spéculatif, et peut-être avons-nous paru implicitement supposer que, si personnellement il juge les perspectives favorables, il peut disposer de sommes illimitées au taux de l'intérêt du marché. Tel n'est évidemment pas le cas. Il nous faut donc aussi considérer un autre aspect de l'état de la confiance savoir, le degré de confiance que les institutions de prêt témoignent aux personnes qui cherchent à emprunter ; c'est ce qu'on appelle parfois l'état du crédit. Une chute des actions, qui produit un effet désastreux sur l'efficacité marginale du capital, peut être provoquée par l'affaiblissement ou de la confiance spéculative ou de l'état du crédit. Mais alors qu'il suffit de l'affaiblissement d'un seul de ces facteurs pour déterminer une chute, un redressement exige qu'ils soient tous deux restaurés. L'affaiblissement du crédit suffit à amener une crise, mais son renforcement, tout en étant une condition nécessaire de la reprise, n'en est pas une condition suffisante.

VI

Ces considérations ne devraient pas sortir du champ de l'analyse économique. Mais encore faut-il les reléguer à leur vraie place. S'il nous est permis de désigner par le terme *spéculation* l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché et par le terme *entreprise* celle qui consiste à prévoir le rendement escompté des capitaux pendant leur existence entière, on ne saurait dire que la spéculation l'emporte toujours sur l'entreprise. Cependant le risque d'une prédominance de la spéculation tend à grandir à mesure que l'organisation des marchés financiers progresse. Dans une des principales Bourses des Valeurs du monde, à New-York, la spéculation au sens précédent du mot exerce une influence énorme. Même en dehors du terrain financier la tendance des Américains est d'attacher un intérêt excessif à découvrir ce que l'opinion moyenne croît être l'opinion moyenne, et ce travers national trouve sa sanction à la Bourse des Valeurs. Il est rare, dit-on, qu'un Américain place de l'argent « pour le revenu »

ainsi que nombre d'Anglais le font encore; c'est seulement dans l'espoir d'une plus-value qu'il est disposé à acheter une valeur. Ceci n'est qu'une autre façon de dire que, lorsqu'un Américain achète une valeur, il mise moins sur le rendement escompté que sur un changement favorable de la base conventionnelle d'évaluation, ou encore qu'il fait une spéculation au sens précédent du mot. Les spéculateurs peuvent être aussi inoffensifs que des bulles d'air dans un courant régulier d'entreprise. Mais la situation devient sérieuse lorsque l'entreprise n'est plus qu'une bulle d'air dans le tourbillon spéculatif. Lorsque dans un pays le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir en des conditions défectueuses. Si on considère que le but proprement social des Bourses de Valeurs est de canaliser l'investissement nouveau dans les directions les plus favorables au rendement futur, on ne peut revendiquer le genre de succès obtenu par Wall Street comme un éclatant triomphe du *laissez-faire* capitaliste. Et il n'y a là rien de surprenant, s'il est vrai, comme nous le pensons, que les meilleurs esprits de Wall Street étaient en fait préoccupés d'autre chose.

De telles tendances sont une conséquence presque inévitable du succès avec lequel on a organisé la « liquidité » des marchés de capitaux. Il est généralement admis que, dans l'intérêt même du public, l'accès des casinos doit être difficile et coûteux. Peut-être ce principe vaut-il aussi en matière de Bourses. Le fait que le marché de Londres ait commis moins d'excès que Wall Street provient peut-être moins d'une différence entre les tempéraments nationaux que du caractère inaccessible et très dispendieux de Throgmorton Street pour un Anglais moyen comparée à Wall Street pour un Américain moyen. L'écart des « jobbers », les courtages onéreux des brokers, les lourdes taxes d'État sur les transferts, qui accompagnent les transactions à la Bourse de Londres, diminuent suffisamment la liquidité du marché (l'usage des règlements de quinzaine agissant d'ailleurs en sens inverse) pour en éliminer une grande partie des opérations qui caractérisent Wall Street. La création d'une lourde taxe d'État frappant toutes les transactions se révélerait peut-être la plus salutaire des mesures permettant d'atténuer aux États-Unis la prédominance de la spéculation sur l'entreprise.

Devant le spectacle des marchés financiers modernes, nous avons parfois été tenté de croire que si, à l'instar du mariage, les opérations d'investissement étaient rendues définitives et irrévocables, hors le cas de mort ou d'autre raison grave, 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. Mais il suffit d'un instant de réflexion pour comprendre qu'une telle méthode pose un dilemme ; car, si la liquidité du marché financier contrarie parfois l'investissement nouveau, en revanche elle le favorise le plus souvent. Le fait que chaque propriétaire de valeurs pris individuellement se flatte d'être engagé dans un placement « liquide » (ce qui ne saurait être vrai de tous les propriétaires pris collectivement) calme ses nerfs et lui fait courir plus volontiers les risques. Si on enlevait aux achats individuels de valeurs leur caractère liquide, de sérieuses difficultés pourraient en résulter pour l'investissement, tant que s'offriraient aux individus *d'autres moyens* de conserver leurs épargnes. C'est là que gît le dilemme. Tant que les individus auront l'alternative d'employer leur richesse, soit à thésauriser ou à prêter de *l'argent*, soit à acheter des biens véritables, on ne pourra rendre le second terme de l'alternative assez attrayant, surtout pour ceux qui n'administrent pas leurs biens et qui n'ont aucune connaissance spéciale à leur sujet, qu'en organisant des marchés où ces biens puissent être aisément transformés en espèces.

Le seul remède radical aux crises de confiance qui affligent la vie économique moderne serait de restreindre le choix de l'individu à la seule alternative de consommer son revenu ou

de s'en servir pour faire fabriquer l'article de capital qui, même avec une faible évidence, lui paraît être l'investissement le plus intéressant qui lui soit offert. Peut-être, à certains moments, lorsqu'il serait plus que de coutume harcelé par des doutes au sujet de l'avenir, l'incertitude le conduirait-elle à consommer plus et à investir moins. Mais on éviterait par ce moyen les répercussions désastreuses, cumulatives et presque illimitées du fait que les personnes envahies par le doute peuvent s'abstenir de dépenser leur revenu d'une façon ou d'une autre.

Ceux qui ont insisté sur les dangers sociaux résultant de la thésaurisation de la monnaie avaient en vue des considérations analogues à celles qui précèdent. Mais ils n'ont pas compris que le phénomène pouvait se produire en dehors de toute variation ou au moins d'une variation proportionnée du montant (le la monnaie thésaurisée).

VII

Outre la cause due à la spéculation, l'instabilité économique trouve une autre cause, inhérente celle-ci à la nature humaine, dans le fait qu'une grande partie de nos initiatives dans l'ordre du bien, de l'agréable ou de l'utile procèdent plus d'un optimisme spontané que d'une prévision mathématique. Lorsqu'il faut un long délai pour qu'elles produisent leur plein effet, nos décisions de faire quelque chose de positif doivent être considérées pour la plupart comme une manifestation de notre enthousiasme naturel, comme l'effet d'un besoin instinctif d'agir plutôt que de ne rien faire, et non comme le résultat d'une moyenne pondérée de bénéfices numériques multipliés par des probabilités numériques. L'entreprise ne fait croire qu'à elle-même que le principal moteur de son activité réside dans les affirmations de son prospectus, si sincères qu'elles puissent être. Le calcul exact des bénéfices à venir y joue un rôle à peine plus grand que dans une expédition au Pôle Sud. Aussi bien, si l'enthousiasme faiblit, si l'optimisme naturel chancelle, et si par suite on est abandonné au seul ressort de la prévision mathématique, l'entreprise s'évanouit et meurt, alors que les craintes de pertes peuvent être aussi dépourvues de base logique que l'étaient auparavant les espoirs de profit.

On a raison de dire que l'entreprise suscitée par la foi dans l'avenir bénéficie à la communauté tout entière. Mais, pour que l'initiative individuelle lui donne une activité suffisante, il faut que la prévision rationnelle soit secondée et soutenue par l'enthousiasme. De même que l'homme valide chasse la pensée de la mort, l'optimisme fait oublier aux pionniers l'idée de la ruine finale qui les attend souvent, l'expérience ne leur laissant à cet égard pas plus d'illusion qu'à nous-mêmes.

Malheureusement, ceci ne signifie pas seulement que les crises et les dépressions peuvent atteindre une ampleur excessive, mais encore que la prospérité économique est trop étroitement subordonnée à l'existence d'un climat politique et social qui agrée à la moyenne des hommes d'affaires. Lorsque la crainte d'un gouvernement travailliste ou d'un « New Deal » restreint l'entreprise, cette situation n'est pas forcément la conséquence de prévisions rationnelles ou de manœuvres inspirées par des fins politiques, elle peut être simplement l'effet d'un renversement de la délicate balance de l'optimisme naturel. Lorsqu'on examine les perspectives de l'investissement, il faut donc tenir compte des nerfs et des humeurs, des digestions même et des réactions au climat des personnes dont l'activité spontanée les gouverne en grande partie.

Ne nous hâtons pas de conclure que toute chose dépend de fluctuations psychologiques irraisonnées. Au contraire, l'état de la prévision à long terme est souvent assez stable; et, lors même qu'il ne l'est pas, les autres facteurs tendent à se compenser. Ce que nous voulons simplement rappeler, c'est que les décisions humaines engageant l'avenir sur le plan personnel, politique ou économique ne peuvent être inspirées par une stricte prévision mathématique, puisque la base d'une telle prévision n'existe pas ; c'est que notre besoin inné d'activité constitue le véritable moteur des affaires, notre intelligence choisissant de son mieux entre les solutions possibles, calculant chaque fois qu'elle le peut, mais se trouvant souvent désarmée devant le caprice, le sentiment ou la chance.

VIII

Certains facteurs importants tendent à atténuer dans la pratique des effets de notre ignorance de l'avenir. Par suite du jeu de l'intérêt composé et des chances qu'a le capital de se démoder sous l'action du temps, il existe de nombreux investissements individuels dont le rendement escompté est à juste titre dominé par les revenus attendus dans un avenir relativement prochain. Dans le cas des immeubles qui forment la catégorie principale des investissements à très long terme, le risque peut être souvent transféré de la personne qui investit à l'occupant, ou tout au moins il peut être partagé entre eux grâce aux baux de longue durée, le risque étant compensé dans l'esprit de l'occupant par la continuité et la sécurité du droit de jouissance. Dans le cas des fonds d'État, qui forment une autre catégorie importante d'investissements à long terme, une forte proportion du rendement escompté est garanti en pratique par des privilèges sur des monopoles et par le droit d'en majorer les tarifs dans la mesure nécessaire à maintenir la marge de sécurité stipulée. Il y a enfin la catégorie de jour en jour plus importante des investissements entrepris ou garantis par les États. Les autorités publiques, lorsqu'elles investissent, sont ouvertement influencées par la présomption générale qu'on peut attendre certains avantages sociaux de l'investissement, quelque doive être dans une large limite le rendement commercial qui en sera tiré. Elles se préoccupent peu de savoir si l'investissement satisfait ou non à la condition que sa prévision mathématique de rendement soit supérieure au taux de l'intérêt courant. Toutefois le taux de l'intérêt qu'elles sont obligées de payer peut encore jouer un rôle décisif en limitant l'importance des investissements qu'elles peuvent se permettre.

Après avoir ainsi examiné les changements de courte période de l'état de la prévision à long terme indépendamment des variations du taux de l'intérêt, et avoir donné tout son poids à l'importance de leur action sur le flux d'investissement, nous pouvons maintenant considérer les variations du taux de l'intérêt en tant qu'elles exercent sur le flux d'investissement, au moins en des circonstances normales, une influence considérable, sinon décisive. Toutefois, l'expérience seule pourra nous indiquer dans quelle mesure la manœuvre du taux de l'intérêt est capable d'entretenir en permanence un flux d'investissement suffisant.

Pour notre part, nous sommes aujourd'hui assez sceptique sur les chances de succès d'une politique purement monétaire consistant à agir sur le taux de l'intérêt. L'État étant en mesure de calculer l'efficacité marginale des capitaux avec des vues lointaines et sur la base des intérêts sociaux de la communauté, nous nous attendons à le voir prendre une responsabilité

sans cesse croissante dans l'organisation directe de l'investissement. Car l'estimation de l'efficacité marginale des divers types de capitaux, telle qu'elle est faite sur le marché d'après les principes précédemment indiqués, semble appelée à subir des fluctuations d'une ampleur trop considérable pour qu'on puisse la compenser par les variations pratiquement possibles du taux de l'intérêt.