



Ludovic - Réa

Pourquoi tant de crises ?



D.R.

ANDRÉ ORLÉAN,
 directeur de recherche au CNRS,
 directeur d'études à l'École
 des hautes études en sciences
 sociales (EHESS), membre
 du laboratoire Paris-Jourdan
 sciences économiques.

Sur les marchés financiers, la hausse des prix entraîne une hausse de la demande. Des bulles se forment, qui engendrent alors inévitablement des crises.

Les faits ne laissent guère de doute : l'histoire de la finance se confond depuis toujours avec l'histoire de ses crises. C'est ce dont témoigne à nouveau la dérégulation intense qu'a connue la finance de marché depuis trente ans, laquelle a débouché sur une série de désordres internationaux de grande ampleur (crise mexicaine en 1994, crise du Sud-Est asiatique en 1997, crise russe et quasi-faillite du fonds spé-

culatif américain LTCM en 1998, crise boursière en 2000), culminant avec la crise actuelle. Tous ces épisodes dramatiques ont pour origine des dysfonctionnements spéculatifs impliquant divers marchés financiers comme les marchés des changes, du crédit, des actions et des titres publics.

La théorie économique justifie l'existence des marchés par leur effet positif supposé sur le bien-être collectif : ils inciteraient les offreurs à produire des biens de bonne qualité

Paris. En matière financière, la concurrence amplifie les mouvements de prix et nourrit l'instabilité qui est à l'origine des crises.

à des prix bas. Pour cette raison, et pour cette raison seulement, en tant qu'ils travaillent à l'intérêt général, les profits privés sont tolérés. Il est important de rappeler cette évidence à une époque où le profit semble être devenu une valeur absolue, bonne en elle-même. Or, si on juge la finance de marché du point de vue de l'intérêt général, on ne peut imaginer échec plus complet.

La série d'innovations qu'a connues la finance hypothécaire au cours des dix dernières années n'a en rien permis d'accroître le bien-être des emprunteurs immobiliers, en leur fournissant des crédits de bonne qualité, capables de gérer efficacement et à des coûts faibles les risques que comporte l'accession à la propriété. Tout au contraire, les innovations ont permis un enrichissement obscène des hommes de la finance au détriment de l'intérêt collectif. Les hypothèques *subprime* ou la titrisation, loin de favoriser le public, ont jeté à la rue un grand nombre de familles et engendré un chômage de masse. Le bilan est désastreux. Où est l'erreur ?

Le rôle de la concurrence

Pour l'économie théorique, marché rime avec stabilité. C'est la grande découverte des économistes, leur Saint-Graal. A juste titre. Cette stabilité résulte du jeu de la loi de l'offre et de la demande : lorsque le prix d'une marchandise s'écarte de son niveau d'équilibre, des forces de rappel sont produites automatiquement qui ramènent le marché à sa position première. Plus précisément, l'augmentation du prix provoque à la fois une diminution de la demande, qui s'en va à la recherche de produits moins chers, et une augmentation de l'offre, attirée par les profits élevés, conséquences du prix de vente en hausse. Or, ces deux comportements ont pour même effet de contrecarrer l'augmentation initiale en suscitant une pression à la baisse : une demande moins forte, comme une offre plus forte,

font baisser le prix. Tel est le processus d'équilibration qui se trouve au fondement de la régulation par la concurrence, à la hausse comme à la baisse. Parce qu'il en est ainsi, les marchés peuvent être laissés à eux-mêmes. Les seuls intérêts privés des offreurs et des demandeurs suffisent à en assurer l'équilibre sans qu'il soit besoin d'un recours extérieur. Techniquement, on dit que la concurrence est un processus à « rétroactions négatives » (*negative feedbacks*) : quand le prix dévie de sa position d'équilibre, spontanément des forces sont engendrées qui agissent en sens contraire du choc initial et, pour cette raison, ramènent le système à sa position d'équilibre initial.

Originellement, la loi de l'offre et de la demande a été mise en évidence, par les économistes classiques, sur les marchés de biens ordinaires. Ni Smith ni Ricardo n'ont étudié la concurrence financière. Cependant, lorsque les économistes néoclassiques ont étendu leur cadre d'analyse aux marchés financiers, l'idée selon laquelle la concurrence à l'œuvre sur ces marchés serait également stabilisante s'est imposée comme « naturelle ». Les mêmes processus de stabilisation seraient communs aux deux types de marché. Il s'en est déduit ce que l'on nomme l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers (voir page 22), qui a joué un rôle crucial en tant que justification conceptuelle du vaste mouvement de dérégulation financière qui a marqué les trente dernières années. Il faut pourtant contester fortement cette hypothèse, si éloignée des faits observés.

Un marché pas comme les autres

Les marchés de marchandises et les marchés d'actifs ont des structures très différentes. Sur les premiers, on trouve deux groupes aux intérêts opposés : les producteurs et les consommateurs. L'équilibre résulte de la confrontation de leur force. Sur les seconds, chacun peut être indifféremment acheteur ou vendeur et alterne fréquemment de position. Sur le long terme, ils partagent un même intérêt : une bonne rentabilité. Cela tient au fait qu'il s'agit de marchés dits « secondaires » sur lesquels s'échangent, entre investisseurs, des titres déjà

émis. En conséquence, des systèmes aussi étrangers peuvent-ils suivre une même logique ?

Prenons comme exemple le marché des actions. Lorsque le cours d'une action augmente, on n'observe pas nécessairement le déclenchement de forces de rappel venant contrecarrer cette augmentation. Tout au contraire, dans la mesure où l'augmentation du cours boursier provoque une plus-value sur le titre considéré,

elle a pour effet immédiat de le rendre plus attractif puisqu'elle accroît sa rentabilité, ce qui peut engendrer une augmentation sensible de la demande, débouchant sur une nouvelle hausse des prix. Nous sommes alors

L'hypothèse d'efficacité des marchés financiers a joué un rôle crucial en tant que justification du mouvement de dérégulation financière de ces trente dernières années

face à un processus à rétroactions positives (*positive feedbacks*) : la hausse nourrit la hausse, provoquant des mouvements cumulatifs de prix. Loin de limiter les mouvements de prix, la concurrence financière est capable de les amplifier. Telle est la source fondamentale de l'instabilité financière à l'origine des crises.

Comment les crises s'expliquent

Pour bien comprendre la logique spéculative, prenons à titre d'illustration l'exemple de la bulle Internet. Selon les partisans de l'hypothèse d'efficacité financière, l'accroissement des cours boursiers à la fin des années 1990 aurait dû dissuader les investisseurs de les acheter. La demande ne diminue-t-elle pas avec le prix ? En effet, à leurs yeux, il est irrationnel d'acheter un titre poussé par la spéculation à 100 euros alors que sa « vraie valeur » est 10 euros.

Que vaut cet argument ? Il repose sur deux hypothèses également contestables. D'une part, ce raisonnement suppose de connaître la vraie valeur du titre. Or, comme les titres financiers sont des droits sur des revenus futurs par nature fortement incertains, leur valeur est également fortement incertaine. Par exemple, calculer la valeur d'une action suppose de connaître ses dividendes futurs. Mais comme les dividendes futurs sont ●●●

●●● fortement indéterminés, il n'est pas aisé de connaître la vraie valeur de l'action. Dans ces conditions, les estimations de la valeur du titre peuvent être très fluctuantes. Dans le cas de la bulle Internet, les investisseurs pouvaient très bien être amenés à penser que, du fait de la révolution technologique, la rentabilité à venir des entreprises « .com » serait si élevée que les dividendes futurs justifieraient le prix de 100 euros, et même au-delà. Première objection, donc : la vraie valeur est fortement incertaine.

Considérons maintenant la deuxième hypothèse. Le raisonnement consistant à comparer 100 euros, le prix d'aujourd'hui, à 10 euros, la vraie valeur, suppose que l'investisseur achète l'action dans le but de la conserver en portefeuille. Or, et c'est là notre deuxième objection, sur des marchés liquides, l'investisseur a d'autres projets : il achète dans la perspective de revendre plus tard. Ce qui motive son action n'est aucunement la « vraie valeur » mais l'anticipation du prix futur. Ce qui l'intéresse n'est pas le revenu mais la plus-value. C'est très différent. Par exemple, s'il pense que le titre vaudra demain 105 euros, il est absolument rationnel pour lui de l'acheter à 100 euros, même si, par ailleurs, il croit que sa « vraie valeur » est de 10 euros.

Voilà le point décisif qui déconnecte le prix de marché de la valeur du titre, pour autant qu'on puisse la connaître. Ce qui est essentiel pour les investisseurs est, non pas la vraie valeur, mais le prix futur anticipé. Pour cette raison, nous dirons que les marchés financiers sont autoréférentiels : ce qui compte pour l'investisseur rationnel n'est pas la valeur objective du titre en tant que droits sur des revenus futurs, mais la manière dont évolue l'opinion majoritaire du marché. Sa référence n'est pas l'économie réelle, mais le marché lui-même.

Par conséquent, une période de hausse des cours, loin de susciter un repli de l'investissement comme le voudrait la loi de l'offre et de la demande, peut le favoriser énormément en engendrant une croyance durable dans la hausse future. Or, comme le prix qui se forme est le résultat de ces comportements, la croyance majoritaire dans la hausse



Stephen Crowley - The New York Times/Rea

Timothy Geithner (secrétaire au Trésor américain), **Ben Bernanke** (Fed) et **Mary Schapiro** (SEC) lors d'une audition sur la faillite de Lehman Brothers. Livrée à elle-même, la finance s'autodétruit.

produira mécaniquement la hausse. C'est ce qu'on nomme une « prophétie autoréalisatrice ». Dans ces conditions, la hausse constatée des prix ne renvoie nullement à une hausse de la vraie valeur du titre ; elle est le produit rationnel d'investisseurs anticipant la hausse. Dès lors que cette croyance domine le marché, elle se réalise *de facto*. Cette rationalité autoréférentielle peut être également dite « mimétique » au sens où elle se focalise sur l'opinion majoritaire qu'elle cherche à mimer pour l'anticiper.

Le rôle essentiel de l'Etat

On comprend alors que l'écart entre la vraie valeur et le prix constaté puisse s'élargir énormément sous l'effet de la concurrence financière, ce qu'on appelle une bulle spéculative. Même un titre très surévalué

peut parfaitement être l'objet d'une forte demande si le marché croit à la possibilité d'une continuation de la hausse. Cette même logique autoréférentielle explique également les krachs, à savoir les excès à la baisse. Ainsi, lors de la dernière crise, a-t-on vu le prix de certains produits titrisés connaître des baisses drastiques bien supérieures à ce que pouvaient expliquer les données réelles, en l'occurrence la probabilité de faillite des emprunteurs, sans que se déclenche nul mouvement de demande qui serait venu stopper la baisse.

C'est uniquement l'intervention d'un agent extérieur à la finance, non soumis à la concurrence financière, en l'espèce la puissance publique, qui a permis d'éviter la catastrophe en achetant en masse ces produits financiers. Rien n'illustre mieux les limites de la concurrence financière : elle se montre incapable de produire à elle seule un prix plancher. Autrement dit, livrée à elle-même, elle s'autodétruit : sans l'intervention des autorités, le prix des titres serait tombé à zéro !

Les conséquences d'une telle analyse ne sauraient être surestimées tant elles modifient le regard qu'on porte traditionnellement sur le système financier. Rappelons que le G20 s'est donné pour objectif de « rétablir la primauté et l'intégrité des marchés financiers ». Autrement dit, nos dirigeants conservent l'idée selon laquelle la concurrence financière est l'outil adéquat permettant une allocation efficace du capital, du crédit et des devises, à l'échelle mondiale. L'analyse autoréférentielle, parce qu'elle contredit l'hypothèse d'efficacité, conduit à des conclusions tout autre. Il faut

revenir sur la primauté absolue accordée à la liquidité financière. Il s'agit de faire en sorte que le capital financier ne puisse plus se déplacer le plus librement possible, sans entrave, de façon à pouvoir s'investir instantanément là où de nouvelles opportunités de profit se font jour. Cette idéologie de la liquidité est ce qui régit aujourd'hui encore les réformes du G20. C'est avec elle qu'il faut rompre. ●

Sans l'intervention des autorités, le prix des titres serait tombé à zéro lors de la dernière crise !