

OLIVIER KLEIN *

Que faire face à l'instabilité financière ?

Les marchés financiers, indispensables au bon fonctionnement d'une économie moderne, sont régulièrement soumis à des emballements spéculatifs et à des crises qui peuvent affecter durablement la croissance. Cette instabilité est inscrite dans leur nature : l'incertitude qui pèse sur la « juste valeur » des titres est inévitable, et les prix des actifs sont déterminés par les croyances communes que se forgent les acteurs économiques. Le mimétisme, comportement qui peut être individuellement rationnel, aboutit à des erreurs collectives et à des retournements brutaux. Comment éviter ces crises, ou du moins en limiter la gravité ? Au-delà de la création, hautement souhaitable, d'une autorité financière européenne, la mise en place d'un Observatoire de l'instabilité financière pourrait permettre de dépister plus précocement les dérives et d'améliorer l'information des acteurs.

Depuis 1987, les fortes secousses financières ont contribué à accentuer, voire à provoquer, les mouvements de l'économie « réelle ». Cette instabilité accrue n'est pas sans lien avec la déréglementation et la mondialisation de la sphère financière. Pourtant, le dévelop-

pement de la finance est indispensable au bon fonctionnement de l'économie dans son ensemble, puisqu'elle permet de mobiliser efficacement, grâce aux banques comme aux marchés, les ressources en capitaux des agents excédentaires en faveur des agents ayant des

besoins de financement. Elle permet par exemple aux entreprises de se développer davantage en obtenant par avance l'épargne nécessaire au financement de leurs investissements, ou aux pays de financer leur croissance grâce à la mobilisation de l'épargne au niveau mondial lorsque l'épargne nationale se révèle insuffisante. Elle permet aussi de redistribuer les risques financiers (risques de taux d'intérêt, de change, de volatilité...) entre ceux qui les refusent et ceux qui acceptent de les encourir. Bref, la finance, qu'elle soit « intermédiée » (par le système bancaire) ou « désintermédiée » (grâce aux marchés financiers) est loin d'être ce mal qui pervertit la vie économique et les échanges réels.

Mais, contrairement à ce qu'affirment certaines théories faisant l'apologie béate des marchés, la finance n'assure pas de façon automatique son autorégulation, ni sa stabilité. Rien ne garantit en fait la capacité des marchés financiers à n'afficher que des « prix d'équilibre », correspondant aux « fondamentaux » économiques. Pendant les cycles de hausse des prix des actifs financiers, ces derniers ont tendance à s'élever de plus en plus au-dessus de leur valeur d'équilibre. De même, après une phase de croissance soutenue, les crédits accordés aux ménages et aux entreprises augmentent souvent à des rythmes trop rapides en regard du taux de croissance économique, ce qui fragilise la situation financière des débiteurs. Ces

* Professeur au département Économie-Finance d'HEC, membre du Comité scientifique de l'école doctorale HEC-Paris I.

deux éléments – augmentation trop vive du prix des actifs financiers et rythme trop rapide du développement du crédit – sont typiques des « bulles » spéculatives durables et dangereuses qui se sont développées ces vingt dernières années. De plus, ces phases d'euphorie financière entretiennent la croissance réelle à des niveaux tôt ou tard insoutenables. Symétriquement, lors d'un retournement de conjoncture, les mêmes mécanismes se mettent en œuvre en sens inverse, précipitant la crise et approfondissant les cycles baissiers.

Au total, si la finance est indispensable à l'économie de marché décentralisée et à la croissance économique, elle ne présente pas de garantie de stabilité, et se révèle même « procyclique », car elle accentue les tendances de l'économie « réelle ».

Le retour à un cloisonnement et à une réglementation administrative de la sphère financière est impossible. On ne peut pour autant faire semblant de croire que tout est parfait dans le meilleur des mondes, alors que certaines crises financières ont entraîné des drames sociaux à grande échelle. Sommes-nous alors condamnés à nous lamenter en accusant la mondialisation et la « financiarisation » de rendre inopérante toute action politique permettant de limiter cette instabilité ? Certainement pas. La voie est étroite, mais elle doit être explorée, car la stabilité financière est un bien collectif précieux.

COMMENT NAISSENT LES « BULLES »

Prétendre interdire l'utilisation de certains instruments ou fermer certains marchés est une illusion qui ne nourrit que les discours démagogiques, fondés sur l'idée d'un complot de la finance internationale. L'innovation financière ne peut être limitée : même si cela était souhaitable – ce qui n'est pas prouvé –, ce ne serait pas réaliste. De même, revenir, au plan international, à des cours de change fixés par les autorités publiques ou à des taux d'intérêts très contrôlés dans le cadre d'une finance réglementée, solutions mises en

œuvre avec un certain succès dans les trente années d'après-guerre, serait aujourd'hui chimérique.

Quelles sont les raisons fondamentales de l'instabilité financière ? Dans un monde où les agents économiques sont à la fois concurrentiels et complémentaires, et dans une économie monétaire et décentralisée, les acteurs (ménages ou entreprises) sont par construction dans l'incertitude quant à l'avenir. Il est très difficile pour une entreprise, surtout quand l'économie ne suit pas un chemin de croissance régulier, d'anticiper correctement ce que vont faire ses propres concurrents, ou les firmes d'autres secteurs, en termes d'investissement et de distribution de salaires. Il est tout aussi ardu de prévoir avec certitude le niveau de la demande des ménages, c'est-à-dire leur répartition entre consommation et épargne.

Aussi, dans les conjonctures tourmentées que nous connaissons depuis une trentaine d'années, est-il très audacieux de « probabiliser » raisonnablement les chances pour une entreprise d'obtenir tel ou tel résultat à un horizon de temps de moyen terme. Les acteurs économiques sont dans l'incertitude, et les informations qu'ils obtiennent, par les prix constatés des biens et services, sur les désirs de consommer, d'investir, d'épargner, etc. des autres agents ne sont que très imparfaites et incomplètes. Il existe, en outre, une asymétrie d'information quasi irréductible entre l'émetteur d'actions et l'investisseur, comme entre l'emprunteur et le prêteur. Le prêteur et l'investisseur en actions ne savent pas tout ce qu'il serait possible de connaître sur l'état des entreprises concernées, ni sur les intentions immédiates ou futures de leurs dirigeants. Il est donc difficile d'anticiper avec une certitude raisonnable par exemple le prix d'une action (ou le *spread*¹ d'une obligation), en anticipant le

devenir probable d'une entreprise et de ses résultats. Dans ces conditions, comment définir le prix d'équilibre, le « juste prix », d'un actif financier ?

De plus, le prix d'un actif financier, à la différence de celui d'un bien ou d'un service, n'est pas défini par les caractéristiques intrinsèques et immédiates de cet actif. Il ne dépend que de la confiance que l'on accorde aux promesses faites

par son émetteur sur les revenus futurs (le rendement) qu'il engendrera. Or la valeur de ces promesses dépend de l'interaction de milliers de décisions présentes et futures (de l'entreprise, de ses concurrents, des autres acteurs économiques). Il est donc très difficile d'établir avec une bonne probabilité les résultats à court ou moyen terme de l'émetteur-emprunteur, donc de sa capacité à tenir ses promesses (verser un dividende, payer des intérêts...).

Poursuivons le raisonnement. Puisque les acteurs des marchés financiers n'ont pas de moyens fiables pour déterminer le « vrai » prix d'un actif, ils sont contraints de s'interroger sur la façon dont les autres acteurs évaluent cet actif. Donc, la

valeur d'un titre en situation d'incertitude forte et difficilement probabilisable (on parle dans la théorie d'« incertitude radicale ») repose sur l'opinion commune que s'en font les acteurs du marché, dans un processus auto-référentiel.

Le prix d'un actif financier ne dépend que de la confiance que l'on accorde aux promesses faites par son émetteur sur les revenus futurs qu'il engendrera. Or la valeur de ces promesses dépend de l'interaction de milliers de décisions présentes et futures.

¹ Écart de rendement entre un titre de créance et un titre sans risque de contrepartie de même durée. Cet écart de taux d'intérêt reflète la confiance que le marché accorde à l'emprunteur. En termes courants, le *spread* d'une obligation est la différence entre son taux d'intérêt avec celui des titres de dette publique de même durée (l'OAT en France, par exemple).

MARCHÉS

C'est ainsi qu'on peut parler du mimétisme des marchés financiers, puisqu'un tel comportement, rationnel individuellement, conduit, lorsqu'il est adopté par tous, à une polarisation mimétique vers une valeur de marché « conventionnelle », fruit des regards croisés des acteurs.

Ce mécanisme de formation des prix des actifs financiers aboutit dans certaines circonstances à des prix certes acceptés par tous, mais qui peuvent s'éloigner de plus en plus du prix d'équilibre. Ce dernier ne sera souvent perçu comme tel qu'*a posteriori*, une fois que la trajectoire du prix constaté – la « bulle » spéculative – s'est révélée erronée. Cette bulle, irrationnelle du point de vue collectif, repose sur l'agrégation de comportements individuels eux-mêmes rationnels.

LA THÉORIE DE L'AVEUGLEMENT AU DÉSASTRE

Les « croyances collectives » des acteurs des marchés sur la valeur des actifs financiers sont fragiles, et peuvent connaître des changements brutaux. Le point de retournement d'un marché financier et le moment de l'éclatement d'une bulle spéculative sont relativement imprévisibles : en effet, même si leur probabilité augmente, il faudra un événement extérieur, un fait additionnel ou une rumeur plus forte qu'une autre, pour qu'un tel déclenchement ait lieu.

On pourrait penser que plus la bulle se gonfle – plus la trajectoire du prix des actifs ou du crédit s'éloigne de la « normale » –, plus les agents devraient anticiper assez rapidement un retournement et, de fait, le provoquer. Mais tel n'est pas forcément le cas. En effet, si les interprétations et les comportements des acteurs sont rationnels, cette rationalité n'est pas absolue, parfaite et intemporelle. Elle est insérée dans un contexte constitué notamment de l'évolution économique qu'ils viennent de connaître, d'opinions partagées, et des pratiques qui régissent leur propre carrière : leur rationalité est « contextuelle ». Elle se heurte également aux limites des capacités humaines de calcul et d'optimisation, et à des biais de

pensée (« biais cognitifs ») bien connus de l'économie et de la psychologie expérimentales. Ainsi, au cours d'une longue période de croissance, il est de plus en plus difficile de « probabiliser » avec objectivité la possibilité d'un retournement de conjoncture et/ou de marché. Le seuil de sensibilité à l'avènement de la « catastrophe » (événement rare et aux conséquences importantes) monte fortement. On assiste alors à un aveuglement au désastre. On continue donc d'emprunter et de prêter, ou d'acheter des actions, comme si la croissance devait sans cesse se poursuivre, voire se renforcer. Des thèses apparaissent même opportunément pour annoncer la « fin de l'histoire » ou la disparition des cycles dans la « nouvelle » économie.

Il est difficile de résister à cette phase euphorique. D'une part, les Cassandre risquent d'encourir les railleries sous prétexte qu'ils ne comprennent pas les temps nouveaux. D'autre part, pour nombre de professionnels des marchés, il est rationnel de continuer à faire « comme si de rien n'était », eu égard au système de punition/récompense auquel ils sont soumis. Il est, en effet, normal (donc non sanctionné) de se tromper avec tout le monde, puisque l'incertitude est générale. Alors qu'il est professionnellement peu correct de se tromper seul, en sortant du marché boursier trop tôt, sans profiter des hausses à venir, ou d'engendrer une perte de part de marché en resserrant avant tout le monde les critères d'octroi de crédit, alors que le risque n'est pas encore avéré. Ces règles de punition/récompense sont elles-mêmes rationnelles de la part des dirigeants des banques ou des responsables de fonds de placement, précisément parce qu'on ne sait pas anticiper la date du retournement.

On voit que des agents individuellement rationnels peuvent, collectivement, prolonger dangereusement des phases d'euphorie, dont les réveils seront d'autant plus douloureux. Cet « aveuglement au

désastre » peut symétriquement, en phase dépressive, jouer en sens inverse en prolongeant et en approfondissant la crise.

POUR UNE AUTORITÉ FINANCIÈRE EUROPÉENNE MULTIFONCTIONNELLE

Comment abaisser le degré d'instabilité financière ? Première piste : utiliser la capacité du régulateur de limiter, autant que faire se peut, l'asymétrie d'information entre l'entreprise émettrice et les actionnaires, comme entre l'emprunteur et le prêteur. A ce titre, tous les efforts en cours pour améliorer l'information comptable vont dans le bon sens².

La responsabilisation accrue des auditeurs externes participe du même effort de transparence. De même pour la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis (juillet 2002), ou pour la loi de sécurité financière en France (août 2003), qui permettent de mieux définir les responsabilités, notamment quant à la qualité de l'information financière et à la gouvernance des entreprises. Cette même loi, en France, crée un nouvel organe de régulation des marchés financiers, l'AMF (l'Autorité des marchés financiers), réunissant les anciens Conseil pour les marchés financiers (CMF) et Commission des opérations de Bourse (COB).

Reste qu'il est légitime de s'interroger sur l'inexistence d'une autorité de régulation au niveau européen. Dans un

Dans un espace économique et monétaire unifié, ne serait-il pas souhaitable de créer une tutelle européenne des marchés financiers ?

² Cependant, les nouvelles normes comptables (IAS), si elles présentent l'avantage d'assurer une harmonisation internationale, risquent d'accroître l'instabilité financière : l'application systématique de la *fair value* aux titres ou aux instruments financiers tels que les dérivés détenus par les entreprises et les banques contribuerait à accroître la volatilité des variables et des comportements financiers.

espace économique et monétaire unifié, ne serait-il pas souhaitable de créer une tutelle européenne des marchés financiers ? Ce régulateur devrait, en outre, être multifonctionnel, et non plus spécialisé, comme aujourd'hui, par catégorie d'acteurs (l'AMF pour les marchés, la Commission bancaire pour les banques, les assureurs avec leur propre système de régulation). En effet, d'une part, des groupes financiers se sont développés en conglomérats sur ces différents métiers et, d'autre part, le risque, tant de crédit que de marché, circule de plus en plus, de façon difficile à tracer, entre banques commerciales, assureurs et banques de financement et d'investissement. Une même autorité de régulation remplirait donc beaucoup plus efficacement à la fois le rôle de prévention des risques, celui de superviseur, et celui de producteur de règlements.

Enfin, une véritable réflexion européenne devrait être menée sur le mode de gouvernance des agences de notation (leur actionnariat, leurs relations avec leurs clients, le caractère potentiellement procyclique des changements de notation...) comme des banques d'investissement (le rôle des vendeurs de titres et des monteurs d'opérations par rapport à celui des analystes financiers...).

Mais réduire les asymétries d'information par une meilleure régulation micro-prudentielle n'est pas suffisant. Il faut aussi tenter d'influer sur le déroulement des crises financières pour en réduire les conséquences néfastes, et même sur la formation des croyances collectives, ou du moins sur l'information qui contribue à les forger.

UN OBSERVATOIRE POUR DÉCELER LES EMBALLEMENTS

Le premier point est du ressort des banques centrales et de leur mode de régulation macro-économique. Nous ne discuterons pas ici de leur capacité à intervenir en amont, lors de la création et du développement des bulles spéculatives – sujet abondamment discuté³. Mais sous leur égide – ou mieux encore sous l'autorité du Parlement européen –

pourrait être créé un Observatoire européen de l'instabilité financière, permettant de repérer les zones de fragilité de la finance internationale : les situations préoccupantes d'endettement des entreprises, les concentrations excessives du risque de crédit, les positions spéculatives dangereuses... Cet observatoire mettrait à jour les points probables de transmission de la crise, susceptibles d'entraîner le passage à un risque systémique. Il renseignerait la Banque centrale européenne sur les accumulations de situations fragiles et nourrirait sa réflexion sur ses possibilités d'intervention en amont et en aval du déclenchement de la crise.

Un tel organe serait également utile aux acteurs financiers, bancaires ou de marché, en jouant un rôle de détection et d'alerte quant aux emballements spéculatifs. S'il parvenait, avec le temps, à rendre crédibles ses méthodes et ses analyses, il contribuerait à améliorer la qualité des anticipations des agents, donc à limiter le déclenchement et l'ampleur des bulles spéculatives.

Certes, le projet peut paraître irréaliste en première instance, car si l'on savait de façon certaine le moment où un prix s'écarte de sa valeur fondamentale, de telles bulles ne se produiraient tout simplement pas. Cependant, la répétition des crises financières depuis une vingtaine d'années permet de tirer quelques leçons et l'approfondissement de l'analyse de ces crises permet d'en repérer quelques formes et enchaînements canoniques. Les travaux récents de la Banque des règlements internationaux (BRI), notamment, mettent à jour des indicateurs avancés assez fiables des bulles spéculatives, à partir d'écart, par rapport à des *trends*, de certaines évolutions comme celle des prix des actifs financiers et particulièrement du ratio crédit (bancaire ou de marché) sur PIB.

L'observatoire évoqué ci-dessus pourrait, en association avec les banques centrales et la BRI, conduire des recherches en ce sens et faire connaître régulièrement le fruit de ses analyses. Il ne s'agit en aucune manière de faire des pronostics sur l'évolution du change dollar/euro

ou de la Bourse, ou de telle ou telle valeur, en concurrence avec les analystes financiers ou les économistes de marché ; mais d'analyser et de tenter de déceler le moment du cycle où se trouve l'économie, le caractère plus ou moins rationnel (c'est-à-dire plus ou moins compatible avec les fondamentaux) des *spreads* de crédit, du niveau global de la Bourse, du volume de crédits accordé, etc. Tout cela au regard de critères macro-financiers validés théoriquement et empiriquement, mais qui ne peuvent jamais être définitifs ou certains.

Cette capacité à participer à la formation des opinions permettrait peut-être de limiter notamment l'effet de l'« aveuglement au désastre ». Elle permettrait aussi de mieux canaliser les « conventions », les croyances collectives, en balisant les chemins compatibles avec les fondamentaux. L'emballerment mimétique propre à la finance en serait ainsi peut-être réduit. On pourrait alors mieux lutter contre les sources mêmes de l'instabilité financière : l'information asymétrique, l'incertitude fondamentale des acteurs pris isolément, et le « mimétisme rationnel » qui en découle. ■

Références

Macro-économie financière, Michel Aglietta, La Découverte, 2001.

« Procyclicality of the Financial System and Financial Stability : issues and policy options », Claudio Borio, Craig Furfine et Philip Lowe, *BIS Papers* n° 1 (Banque des règlements internationaux).

« Asset prices, financial and monetary stability : exploring the nexus », Claudio Borio et Philip Lowe, *BIS Working Papers*, juillet 2002.

« Predicting and Preventing Financial Crises : Where Do We Stand ? What Have We Learned ? », Barry Eichengreen, University of California, Berkeley, juin 2002.

« Credit Risk and Financial Instability », Richard J. Herring, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15 n° 3.

Le pouvoir de la finance, André Orléan, Odile Jacob, 1999.

³ Voir Philippe d'Arvisenet, « La bulle, la croissance et la Banque », *Sociétal* n° 43, 1^{er} trimestre 2004 (NDLR).