

Le commerce des promesses

Petit traité sur la finance moderne

Pierre-Noel Giraud (Seuil, 2009, 10€50)

Voilà un livre tout à fait remarquable, qui prouve qu'il est possible de traiter de questions essentielles, et parfois difficiles, en économie, sans avoir à recourir aux mathématiques, qu'elles soient simples ou compliquées, ni même, d'ailleurs, à des courbes telles celles qui peuplent les manuels. Le bon sens associé à une bonne connaissance des faits et des données suffit largement. Pourtant, la question abordée, celle de la monnaie et plus généralement de la finance, n'est pas aisée. Surtout que les apparences sont trompeuses dans ce domaine où on jongle avec des titres et des écritures (comptables) qui ne sont en fait que des « promesses » de pouvoir acquérir les richesses qui sont produites par la société. Pour comprendre quelque chose à ce qui se passe - sans se laisser submerger par la multitude et diversité de ces promesses – il faut revenir au réel, aux richesses créées et à leur partage entre les membres de la société.

Finance et promesses

Le rôle de la finance est d'émettre et de faire circuler (achat et vente) des titres qui donnent droit à une partie de la richesse présente et à venir de la société. P-N Giraud rappelle à ce propos le fait évident que « pendant une période donnée, on ne peut jamais jouir que de ce qui a été effectivement produit durant cette période », de sorte que la répartition de cette production entre les membres de la société dépend de « l'ensemble des droits antérieurement émis sous formes d'actifs financiers » auxquels s'ajoutent les droits acquis par ceux dont le travail est à l'origine de la production. Détenir un actif, c'est donc détenir un droit sur la production, présente ou future. Mais ce droit n'est qu'une promesse, dont on n'est jamais sûr qu'elle sera (complètement) tenue. En effet, « ni la croissance économique future ni l'issue des conflits de répartition ne peuvent être connues avec certitude au moment où sont émis des titres financiers » et donc « il n'existe aucun moyen sûr de transférer la richesse dans le temps » (p 94). Il y a des promesses qui ont plus de chances d'être tenues que d'autres (par exemple, les obligations émises par certains Etats), mais aucune n'est totalement sûre (l'inflation peut fortement restreindre le droit à la production future des bons du Trésor, sans parler de leur remboursement partiel suite à une « restructuration » de la dette de l'Etat qui les émet).

Cela vaut notamment pour les retraites, où les promesses prennent la forme d'obligations légales (cas de la répartition) ou de titres financiers (cas de la capitalisation) conduisant les actifs à céder une partie de leur production aux retraités (p 86). Ces promesses ne sont toutefois pas figées dans le marbre.

D'une part (cas de la répartition), les obligations légales peuvent être modifiées – notamment par « les générations futures » ... - dans le temps en fonction de la conjoncture et de la démographie ; d'autre part (cas de la capitalisation) la valeur des titres dépend de ces facteurs ainsi que des humeurs de la Bourse et des fluctuations des prix – qu'ils influencent, d'ailleurs. On peut discuter sur la façon dont le risque est assumé dans chaque cas – et, éventuellement, de ses conséquences macroéconomiques et même « systémiques » – mais c'est là un autre problème. On peut tout au plus reprocher à P-N Giraud de ne pas avoir rappelé que la capitalisation effectue un plus grand prélèvement que la répartition sur la richesse produite « aujourd'hui », en raison des frais de fonctionnement et des éventuels profits des organismes qui collectent les cotisations et les placent en Bourse ou ailleurs.

Sur les « marchés efficients »

« les marchés financiers fixent les prix des promesses, des droits sur la richesse future. Or l'avenir est par définition incertain. Ce qu'on peut demander mieux au prix du marché c'est de refléter exactement ce que les acteurs, après avoir traité rationnellement toute l'information disponible, pensent être l'avenir le plus probable ... Toute information nouvelle est nécessairement traitée par les acteurs, grâce à leur modèle d'interprétation et modifie le comportement de vente et d'achats, donc le prix de marché » (p 119). Et de constater fort justement : « Dire qu'un marché est efficient en ce sens est donc une pure et simple tautologie ».

Il n'existe donc pas de « valeur fondamentale » d'un titre qui serait indépendante de la subjectivité des opérateurs financiers. Tout dépend de leur « modèle d'interprétation » sur le fonctionnement du marché et de l'idée qu'ils se font de l'avenir. Ainsi, souvent on définit la valeur fondamentale d'une action d'une entreprise comme la valeur actuelle des dividendes futurs – tels qu'ils sont anticipés par les intervenants sur les marchés. En supposant que leurs modèles d'interprétation s'accordent, pour l'essentiel – pour qu'il y ait échange, il faut toutefois qu'ils comportent des divergences, sur leur forme ou sur leur appréciation de l'avenir.

« Du concept de fondamentaux comme anxiolytique puissant »

« Les prix sur les marchés financiers ont leur logique propre quantifier les visions de l'avenir économique qu'ont les acteurs de la finance ». Comme ces visions peuvent varier brusquement, pour de multiples raisons largement imprévisibles

« Tâtonner dans les ténèbres, c'est ce que font en réalité les acteurs des marchés financiers ». Mais ils ont – et les « économistes théoriciens » aussi – « le plus grand mal à le reconnaître car cette idée est angoissante » (p 130). Ou, dit autrement, « il est profondément angoissant d'avoir à reconnaître que

le prix des actifs financiers ne dépend que d'une vision majoritaire, largement mimétique et donc instable, d'un avenir radicalement incertain » (p 370).

D'où leur obstination à garder l'idée – envers et contre tout – de « valeur fondamentale » qui servirait de référence et dont la réalisation correspondrait à une affectation « efficiente » - optimale au sens de Pareto – des capitaux. Sans « valeur fondamentale » à laquelle se référer, il n'y a plus de modèle possible ni évidemment, de propositions normatives. Il n'est même plus possible de parler de bulle – qui se greffe sur cette valeur fondamentale. Comme le remarque Giraud, « ce n'est qu'*a posteriori*, quand un krach a eu lieu qu'on croit pouvoir parler de bulle pour désigner la hausse qui l'a précédé. ». (p 131). En fait « rien ne permet d'affirmer qu'à l'issue du krach les prix de marché sont revenus à leur valeur normale, fondamentale » Car « tout ce qu'il est possible d'affirmer, c'est qu'à une vision dominante optimiste de l'avenir a succédé une vision plus pessimiste, sans qu'il soit possible de savoir si l'une est plus réaliste que l'autre ».

Car, une fois de plus, les actifs financiers n'étant que « des promesses de revenus futurs » et l'avenir « irréductiblement incertain », le prix de ces promesses « ne peut qu'être commandé par les visions fragiles et changeantes que les acteurs ont de l'avenir ».

Ce qui est évident pour toute personne sensée, mais qui ne semble pas l'être pour la très grande majorité des économistes, qu'ils soient théoriciens ou praticiens¹. On peut avancer deux explications à cela. D'une part, les modèles théoriques, mathématiques, ont besoin de cette référence qu'est la « valeur fondamentale » d'un titre, autour de laquelle le prix varierait de façon aléatoire, quitte à s'en écarter significativement pendant des laps de temps plus ou moins importants (ce qui permet de parler de « bulles »). Référence qui sert aussi à évoquer l'« efficacité » de l'allocation des ressources, dont elle serait la manifestation². D'autre part, et de façon plus générale, il est très difficile, psychologiquement, de ne pas avoir, dans l'océan des prix, des planches auxquelles se rattacher, qui représenteraient les « vraies » valeurs, celles de l'économie réelle, matérielle, concrète, indépendante des humeurs passagères et changeantes des intervenants sur les marchés financiers – qui joueraient le rôle de l'écume dans les vagues. Il est très angoissant d'admettre que ces humeurs peuvent

¹ Même un auteur critique comme André Orléan s'y réfère régulièrement, notamment dans ses publications académiques (sans elle la formalisation devient problématique). Pour un exemple récent, voir son, par ailleurs, intéressant ouvrage : <http://www.pse.ens.fr/orlean/depot/publi/opus16.pdf>.

²² Efficacité qui serait celle de l'équilibre de concurrence parfaite, où le prix d'un bien durable est égal à la valeur actuelle de ses revenus futurs. Mais la concurrence parfaite suppose l'existence d'un système complet de marchés, avec des prix affichés centralement pour tous les biens présents et futurs (contingents à des « états de la nature » exogènes et connus à l'avance) et des comportements de « preneurs de prix », ce qui ne laisse aucune place au commerce des promesses – puisque tout est réglé au départ, par des contrats que chacun pourra exécuter (ou sera obligé de le faire par le « centre », commissaire-priseur ou similaire).

(profondément) affecter cette économie réelle, qui ne l'est donc plus vraiment – l'écume modifie la vague au point qu'on ne peut plus distinguer l'une de l'autre.

On songe ici au cas du modèle de la concurrence parfaite : l'angoisse de devoir l'abandonner – alors qu'il est si adapté au traitement mathématique et qu'il conforte dans leurs croyances ceux pour qui il existe un lien étroit entre concurrence et efficacité – conduit à ignorer le fait, évident, que ce modèle décrit une économie centralisée et autoritaire, aux antipodes de ce que toute personne sensée entend par « économie de marché ». Le simple bon sens voudrait qu'on jette aux oubliettes ce modèle qui ne correspond en rien au phénomène qu'il est censé décrire ; il continue pourtant, comme la valeur fondamentale – avec laquelle il entretient d'ailleurs des liens certains (voir la note ...) – à occuper une place centrale

A qui échouera le mistigri ?

Pour Giraud, « tous les gouvernements depuis le milieu du siècle dernier ont voulu maximiser la croissance économique ». Or « tout système financier associé à un système monétaire moderne, donc de monnaie de crédit bancaire, fait nécessairement de mauvais paris si l'on veut qu'il maximise la croissance » (p 369). Minimiser les risques « laisserait inévitablement échapper des investissements rentables ». Par conséquent « un système financier doit accepter de se tromper pour ne pas laisser échapper trop d'occasions, puisqu'il ne peut jamais entièrement séparer le bon grain de l'ivraie ». Il y a donc un excès de promesses sur la richesse future – toutes ne pourront être réalisées – que Giraud qualifie de « mistigri ». Celui-ci est à l'origine des crises financières, qui proviennent de « la conviction majoritaire » de son existence et qu'il est « logé dans telle ou telle catégorie d'actifs ». La crise va donc consister à « purger » le système de ces excédents de promesses. Ce qui va se traduire par des transferts de richesse entre détenteurs d'actifs – chacun cherchant à refiler le mistigri aux autres. La question essentielle, qu'il ne faut donc jamais perdre de vue, est toujours : qui va perdre et, éventuellement, qui va gagner ? C'est pourquoi « la finance ... est porteuse de conflits de répartition parfois violents » (p 377). Pendant les trente glorieuses, « l'inflation pouvait créer des transferts extrêmement importants, mais il étaient lents ». En revanche l'essor de la globalisation qui a suivi s'est traduit par la démultiplication des « promesses », la gamme des instruments financiers s'étant « extraordinairement diversifiée ». L'épargnant n'y comprend pas grand-chose et fait appel à des « experts » de tout ordre, institutions et gestionnaires d'épargne, qui ont multiplié les titres, justifiant ainsi leur raison d'être, dont certains étaient incités « à prendre des risques très élevés dans l'espoir de pouvoir s'en défaire à temps sur d'autres », renforçant ainsi les facteurs d'instabilité (p 372). Celle-ci conduit à un moment ou à un autre à la crise dont « les effets dépressifs créent du chômage et affectent les salaires. En fonction des rapports de force et du fonctionnement du marché du travail, la masse des salaires peut décroître plus vite que la production, modifiant ainsi le partage de la valeur

ajoutée entre salaires et profits, au détriment des premiers : il y a donc bien transfert de richesse. De plus, après la crise, rien ne garantit que le partage antérieur se rétablisse : le transfert peut être durable » (p 375).

Il faudra voir ce qu'il en est dans le cas de la crise actuelle, où tout le monde – ou presque – est perdant dans la mesure où le gâteau à partager, les richesses créées, s'est rétréci et risque de continuer à le faire. P-N Giraud ne donne peut-être pas assez d'importance à ce point, mais sa grille de lecture des crises précédentes (chap IX, X et XII), ou celle du « marasme japonais » (chap. XI), est sans doute parmi les plus pertinentes, tout en étant concises.

Quelques remarques finales

Le livre s'adresse à un public large et apporte un éclairage intéressant sur la finance et ses déboires ces dernières décennies. Il débute toutefois par un chapitre sur la façon de voir des trois grandes écoles de pensée en économie (libérale, « keynesienne », marxiste) ce qui est sans doute louable mais un peu rébarbatif. Une remarque similaire peut être faite à propos du deuxième chapitre (du moins dans sa première partie). Le mieux est peut-être de commencer par le 3^{ème} chapitre, qui aborde le cœur du sujet (« la finance : un commerce des promesses) quitte à revenir ensuite aux deux premiers, si le besoin s'en fait sentir, à propos de tel ou tel point particulier – signalé par l'auteur.

On peut sinon regretter quelques (rares) allusions à « la » théorie économique qui « aurait montré que » (par exemple, p 223, sur la rémunération du travail et du capital sur un « sentier de croissance équilibrée ») ou comporterait des « avancées » (par exemple, p 126, elle aurait « intégré dans les modèles l'incertitude et le coût de l'information, les phénomènes d'apprentissage et les anticipations » ce qui aurait permis « de faire apparaître la possibilité d'équilibres multiples »). On peut faire la même remarque à propos de son autre livre *L'inégalité du monde*, également très intéressant et dont on ne peut recommander la lecture, où on trouve quelques références à la microéconomie et ses « résultats » - sans conviction, il est vrai.

Enfin, une constatation : il est réconfortant que ce livre – qui va contre beaucoup d'idées reçues – ait obtenu le prix européen du livre d'économie (Grand Prix Turgot). Cela prouve que parmi les économistes il y a des personnes qui ont gardé leur bon sens et qui savent faire le tri entre ce qui est bon et ce qui est mauvais (ou sans intérêt) dans leur discipline.