

# **Du mythe de l'efficience des marchés au krach**

## **L'illusion de la liquidité boursière<sup>1</sup>**

**David Bourghelle\* - Pauline Hyme\***

**30/09/09**

**\*Lille Economie et Management (L.E.M)**

**I.A.E, 104 Avenue du peuple belge, 59043 Lille cedex**

**david.bourghelle@iae.univ-lille1.fr**

**pauline.hyme@iae.univ-lille1.fr**

**Tel : 03.20.12.34.89, Fax : 03.20.12.34.00**

### **Résumé**

La négociabilité des actifs financiers et des crédits titrisés joue un rôle bénéfique pour l'activité économique en permettant à certains investisseurs d'assumer des risques que d'autres ne souhaitent pas endosser. Une abondante liquidité sur des marchés organisés contribue alors à la réduction du coût des ressources financières par l'abaissement du taux de rentabilité requis par les investisseurs. Pourtant, un examen attentif révèle la face cachée de la liquidité. La cotation en continue génère l'attrait pour l'échange spéculatif et altère de ce fait profondément la nature de la rationalité à l'œuvre sur les marchés financiers. D'une rationalité de type fondamentaliste consistant pour les investisseurs à anticiper les flux de revenus futurs associés à la détention des titres en vue d'élaborer collectivement un scénario de référence, la liquidité boursière, en tant que production institutionnelle des marchés organisés, les contraint collectivement à faire preuve d'une rationalité autoréférentielle. Celle-ci se caractérise par une activité cognitive entièrement dévolue à prévoir la dynamique de l'opinion dominante, que le prix de marché révèle, pour la précéder dans ses évolutions. La thèse ici défendue est qu'en soumettant la valorisation des actifs à l'appréciation du jugement collectif instantané, la liquidité boursière transforme l'évaluation financière en un processus intrinsèquement instable et se révèle, de toutes les manières, impossible à satisfaire collectivement durant les périodes de tension où elle s'avèrerait pourtant vitale. La perte de sens, de repères et de clairvoyance serait-elle le prix à payer pour bénéficier de marchés profonds et animés ? Tel est le dilemme de la liquidité que Keynes, en son temps, avait déjà souligné.

**Mots clés : liquidité boursière, cotation en continu, rationalité autoréférentielle, mimétisme, titrisation.**

**JEL Codes: G14; G18; G19**

---

<sup>1</sup> Nous tenons à remercier Marie Brière, Cédric Durand, André Orléan, Hélène Rainelli, et les participants au congrès annuel de l'Association Française de Finance (Brest, 13-15 Mai 2009) pour leurs commentaires et suggestions.

La titrisation des crédits bancaires, développée aux Etats-Unis dès les années 80, est au cœur de toutes les polémiques. Elle est en effet en première ligne dans la contagion de la crise depuis le segment des crédits subprime jusqu'à l'ensemble du système monétaire et financier. Pourtant au-delà de la titrisation, c'est le principe qui sous-tend l'ensemble des justifications de l'efficacité des marchés financiers qui est en cause : la liquidité.

La titrisation est une technique qui consiste pour une banque à transférer aux marchés financiers (et donc à rendre liquides) des créances telles que des prêts immobiliers ou des crédits à la consommation et à l'investissement. Ces créances sont regroupées puis cédées à une structure *ad hoc* (*Special Purpose vehicle i.e SPV*) qui place auprès d'investisseurs des titres obligataires garantis par ces créances (*Asset Backed Securities i.e ABS*). Les investisseurs empochent alors les flux de paiement correspondant au paiement des intérêts et au remboursement du capital associés aux crédits sous-jacents. Pour ses zélateurs, la titrisation a vertueusement démultiplié les possibilités de distribution par les banques de prêts aux agents économiques et ainsi soutenu la croissance économique. Personne n'en doute aujourd'hui, c'était un mirage.

La titrisation s'est cyniquement imposée comme une technologie de défausse du risque. Elle permet aux établissements de crédit d'empocher des commissions en plaçant des crédits de plus en plus risqués auprès de débiteurs de moins en moins solvables sans s'exposer, a priori, aux pertes que vont générer les défaillances futures des emprunteurs. En alimentant une course folle à l'endettement, la titrisation a certes soutenu artificiellement une consommation anémie par la stagnation des salaires et la déformation du partage de la valeur ajoutée au profit des détenteurs de capital. Mais ce n'était qu'un sursis. Depuis que la frêle béquille s'est rompue, c'est l'ensemble du « régime d'accumulation à basse pression salariale» (Gréau, 2005 ; Lordon, 2008 ; Sapir, 2008) qui s'effondre.

La titrisation relève d'une démarche de « désintermédiation ». Elle correspond au passage d'un système d'intermédiation bancaire à un système d'intermédiation de marché de la dette bancaire. De nombreux économistes ont fait valoir que l'effondrement des produits hypothécaires titrisés et la défiance généralisée qui s'en est suivie ne se seraient peut-être pas produits si la liquidité avait été institutionnellement organisée et centralisée au sein de bourses d'échanges (Aglietta, 2008a,b ; Artus, Betbèze, De Boissieu, Capelle-Blancard, 2008). Ce type d'analyse ouvre la voie aux réformes prudentielles actuellement privilégiées par les gouvernements et dont l'objectif est de préserver le « meilleur » de la titrisation<sup>2</sup>. Pourtant, les malheurs de la titrisation ne se résument pas à des problèmes de réglementation. C'est l'objectif même de ces réglementations qui est en cause : la liquidité de marché. Plus fondamentalement, la question de l'utilité des marchés boursiers pour l'économie réelle se trouve ainsi posée.

Selon les promoteurs des bourses de valeurs, celles-ci ont trois principales fonctions. D'abord, elles facilitent le financement des entreprises mais aussi des collectivités publiques en leur permettant de collecter directement des ressources financières via l'émission d'actions ou de titres de dettes. Ensuite, elles permettent le transfert de la richesse dans le temps, dans l'espace et dans les différents secteurs en offrant à chaque investisseur une multitude de produits tels qu'il est, en principe, assuré de trouver le couple rendement/risque qui lui convient ; enfin, la production en continu d'une évaluation publique, la valeur de marché, est censée offrir une valorisation des risques sur la base desquels les choix d'investissements s'effectuent.

Ces trois fonctions, bien que distinctes dans leur nature, sont largement interdépendantes. Mais pour qu'elles soient effectives, la liquidité

---

<sup>2</sup> Voir Le Monde Economie, 28 octobre 2008, « Quatorze mesures pour réguler le capitalisme financier ».

du marché secondaire<sup>3</sup> doit être garantie : à tout moment, les actifs doivent pouvoir être achetés ou vendus, à coût limité et sans modification durable des prix, même si les volumes de transaction sont importants.

La thèse défendue dans cet article est que la liquidité boursière est une illusion. Elle se présente comme une condition nécessaire de l'efficacité des marchés, mais elle transforme l'évaluation financière en un processus intrinsèquement instable et se révèle inaccessible durant les périodes de tension. L'utilité sociale des marchés boursiers, s'il en est une, ne peut aller de pair avec une liquidité pléthorique ; plutôt que de chercher coûte que coûte à obtenir les conditions d'une transparence accrue, une réduction de la liquidité boursière serait plus que nécessaire pour prévenir les effets délétères de l'instabilité de la finance de marché.

La première section rappelle que les mérites attribués à la liquidité de marché reposent sur l'hypothèse selon laquelle les bourses produisent en continu un prix qui constitue une estimation pertinente de la valeur intrinsèque des actifs cotés (une « juste valeur »). La disponibilité de cette valeur de marché garantirait alors, en principe, la réversibilité de l'engagement des investisseurs et encouragerait ainsi l'émission de moyens de financement nouveaux à des fins d'investissement productif. Pour bénéfique qu'elle soit, en raison de ses vertus anxiolytiques, la liquidité de marché contient cependant en germe sa propre fragilité. La section 2 montre ainsi que de par sa nature même – fournir en continu un prix auquel le titre puisse être négocié – la liquidité crée une opportunité nouvelle, tenant dans la possibilité d'acheter pour revendre (et réciproquement) en vue d'une plus-value. Or, en consacrant ainsi le prix de marché au rang de seule évaluation légitime, elle génère une distorsion de l'utilisation qui est faite du cours boursier en favorisant les comportements mimétiques dont l'objectif est davantage d'anticiper l'évolution de l'opinion majoritaire que de contribuer à la formation d'une vision viable du futur économique. Enfin, la section 3 rappelle que la liquidité boursière, loin de

---

<sup>3</sup> On distingue les marchés primaires, destinés à accueillir les émissions nouvelles de titres (augmentations de capital en numéraire, introductions en bourse, émissions obligataires), des marchés secondaires, sur lesquels les titres déjà créés font l'objet d'une cotation (bourse d'échange).

constituer une caractéristique intrinsèque des marchés d'actifs financiers, est largement tributaire de la confiance de la communauté des investisseurs dans sa pérennité future. En ce sens, elle ne dépend pas seulement de caractéristiques objectives exogènes (modalités d'organisation des échanges) mais relève davantage d'une croyance partagée dans sa capacité à être mobilisée instantanément. Dans ces conditions, tous les dispositifs organisationnels destinés à la promouvoir, s'ils peuvent s'avérer efficaces lorsqu'elle n'est que modérément sollicitée, se révèlent impuissants lorsque l'ensemble des acteurs de la finance tente en vain d'y avoir collectivement recours. Le caractère illusoire de la liquidité éclate alors au grand jour.

## **1 Des marchés à organiser pour bénéficier des vertus de la liquidité**

La liquidité de marché revêt quatre dimensions principales :

- La négociabilité correspond à la facilité avec laquelle un actif financier peut être échangé contre du numéraire et suppose une grande rapidité d'exécution des ordres
- La profondeur du marché fait référence à la taille des contreparties (quantité de titres instantanément disponibles sur un marché à l'achat et à la vente) pour un actif financier donné (action, obligation, produit dérivé)
- La résilience se caractérise par la rapidité avec laquelle le prix des actifs revient au niveau atteint avant l'exécution d'ordres de taille importante (impact des transactions sur le cours boursier) ou après un épisode de perturbation des marchés
- La dimension coût évoque à la fois les coûts explicites (commissions et taxes) et les coûts implicites (écart de valeur entre le prix de la meilleure offre et le prix de la meilleure demande) supportés par un investisseur souhaitant exécuter des ordres de bourse<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Sur un marché d'actions comme celui géré par Euronext Paris, les investisseurs transmettent les ordres d'achat (de vente), en précisant la quantité et, le cas échéant, un prix plafond (plancher) au-delà (en deçà) duquel ils

Selon ces définitions, un marché illiquide serait un marché « étroit<sup>5</sup> », sur lequel les coûts de transaction sont élevés et où les cours subissent des mouvements brutaux et discontinus en raison d'une insuffisance récurrente voire d'un défaut de contreparties à l'échange.

En première analyse, la liquidité d'un marché d'actifs financiers semblerait donc pouvoir être conçue comme la résultante de choix organisationnels objectifs. En effet, le mode de cotation des titres et la manière dont les offres et les demandes sont confrontées (marchés électroniques centralisés *versus* marchés fragmentés de gré à gré<sup>6</sup>) caractérisent des structures d'échanges présentant des degrés de liquidité et de transparence très disparates<sup>7</sup>. De fait, sur les marchés de gré à gré – marchés sur lesquels *ABS* et *CDO*<sup>8</sup> ont été valorisés – la transparence des cours et des volumes échangés est très réduite et la disponibilité d'un prix

---

refusent de voir leur ordre exécuté. Les offres et les demandes se confrontent directement dans le carnet d'ordres (ou feuille de marché). Les cotations sont gérées par un système informatique. Par exemple, au cours de la séance de cotation du 25 novembre 2008 à 11 heures, l'action Société Générale cote 29,55 € (dernier prix de transaction observé). Au même instant, la meilleure demande est à 29,51 € pour 390 titres et la meilleure offre est à 29,55 € pour 158 titres. L'écart entre le prix de la meilleure offre et le prix de la meilleure demande (*bid-ask spread*) donne une indication sur les conditions d'échanges en vigueur à un instant donné. Un investisseur observant ces prix et désirant acheter instantanément des actions Société Générale ne pourra le faire qu'au prix de la meilleure offre disponible à cet instant (29,55 €). Un investisseur désirant vendre sans délai des actions ne pourra le faire qu'au prix de la meilleure demande (29,51 €). Si le *bid-ask spread* d'un titre est très large au cours d'une séance donnée, cela signifie que les conditions d'échange sont médiocres et que le marché de ce titre est relativement peu liquide. De même, si les quantités de titres disponibles à l'achat et à la vente sont très faibles, cela signifie que la profondeur du marché de ce titre est insuffisante, ce qui est également représentatif d'un marché peu liquide.

<sup>5</sup> Ecarts *bid-ask* élevés et/ou faible profondeur de marché.

<sup>6</sup> Sur un marché électronique centralisé, les offres et les demandes se confrontent directement dans un carnet d'ordres (ou feuille de marché), la plupart du temps géré par un système informatique. On parle alors de marché dirigé par les ordres. Les grandes bourses mondiales (Nyse-Euronext, Tokyo, Franfort, Londres pour partie) fonctionnent à partir de ce modèle. Un marché de gré à gré fragmenté est un marché sur lequel les ordres d'achat et de vente ne sont pas centralisés en un même système. Des intermédiaires professionnels (*market makers* ou teneurs de marché), diffusent par téléphone ou via un système de cotation électronique les prix auxquels ils se tiennent prêts à acheter (*bid*) ou vendre (*ask*) une certaine quantité de l'actif coté (on parle alors de marché dirigé par les prix). Les investisseurs potentiellement intéressés par ces cotations peuvent alors contacter directement (ou via un courtier) ces intermédiaires et négocier (le cas échéant) de manière bilatérale une transaction. Le marché des devises ainsi que le NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) fonctionnent ou fonctionnaient jusqu'à peu sur ce mode.

<sup>7</sup> Nous faisons référence ici à la transparence *pre-trade* (la diffusion sur les écrans informatiques des bourses des cotations instantanées auxquelles les acheteurs et les vendeurs sont prêts à échanger des titres) et *post-trade* (l'historique des prix et volumes des transactions nouées).

<sup>8</sup> Les *ABS* sont des titres de créances émis sur des marchés de gré à gré fragmentés (*over the counter, i.e OTC*) sur lesquels les rares échanges sont nominatifs, bilatéraux et ne font pas l'objet d'une centralisation. Volumes et prix y sont par conséquent difficilement observables. Les *Collateralized Debt Obligations i.e CDO*, quant à eux, sont des produits de re-titrisation d'*ABS*.

est loin d'être toujours assurée. En effet, la complexité de certains produits structurés et leur extrême hétérogénéité a empêché la mise en place de dispositifs de standardisation autorisant leur cotation sur des bourses de valeurs permettant d'assurer une rencontre centralisée de l'offre et de la demande structurées sous le contrôle de chambres de compensation<sup>9</sup>.

Si l'on s'en tient à ce constat, alors, le remplacement progressif des marchés de gré à gré par des bourses d'échange centralisées devrait garantir la liquidité de marché. C'est aussi la logique de la « course » à la liquidité à laquelle se livrent les marchés boursiers depuis plusieurs années à travers un mouvement de concentration sans précédent des places boursières. L'objectif est clair : fournir aux investisseurs et aux émetteurs un accès à un bassin de liquidité mondiale toujours plus étendu, avec pour prétendue justification l'amélioration de l'efficacité des marchés financiers dans leurs rôles d'évaluation d'actifs et de financement de l'économie.

A l'aune de ce qui peut être considéré comme la crise la plus grave depuis 1929, c'est ce présupposé selon lequel une liquidité toujours plus abondante renforcerait la capacité des marchés à allouer les ressources financières vers les usages les plus productifs qui doit être discuté.

Un premier élément de réponse consiste à reconnaître qu'un marché secondaire liquide encourage les levées de capitaux car il réduit l'angoisse des investisseurs face au risque de ne pouvoir se débarrasser, en bourse, de titres dont ils ont fait l'acquisition lors des émissions sur le marché primaire. La promotion d'une liquidité abondante<sup>10</sup> incite ainsi les épargnants à répondre aux sollicitations du marché primaire en apportant de l'argent frais lors des introductions en bourse, augmentations de capital en numéraire ou émissions obligataires, ces levées de fonds étant, en

---

<sup>9</sup> Sur de nombreux marchés organisés, des échanges anonymes s'opèrent en continu sur des contrats standardisés et homogènes (échéances, valeurs nominales...). Ceux-ci s'effectuent sous la tutelle d'une chambre de compensation (*clearing house*) assurant la bonne fin des opérations, contrôlant les positions ouvertes et exigeant des garanties visant à éviter tout risque de défaut. Les dépôts de garantie correspondent à des montants de liquidité que les participants doivent consigner auprès d'elles. Ils représentent une (faible) proportion de la position ouverte mais sont ajustés chaque jour par des appels de marges en fonction des plus (moins)-values potentielles dont bénéficieraient (que subiraient) les intervenants s'il débouclaient leur position en fin de séance.

<sup>10</sup> Et donc la croyance de pouvoir revendre ses actions à tout moment et sans provoquer de décalage important de cours.

principe, destinées à financer des crédits et des programmes d'investissements. *A contrario*, si la liquidité de marché d'un titre risqué proposé à la vente est jugée insuffisante ou instable, un investisseur cherchera à compenser ce risque en intégrant dans le taux de rendement exigé contre l'achat de cet actif une prime de risque de liquidité<sup>11</sup>. Or, le taux de rendement requis par les souscripteurs de titres représente un coût pour les entreprises émettrices. Ce coût correspond au coût des capitaux (fonds propres et dettes) levés pour financer leurs investissements. Par conséquent, plus la liquidité boursière d'un actif est abondante, plus le coût de financement de l'entreprise émettrice est faible et la rentabilité de ses investissements élevée. Selon cet argumentaire, la promotion de la liquidité de marché favoriserait les investissements productifs en réduisant leur coût de financement.

En second lieu, si la liquidité est désirée parce qu'elle favorise les levées de fonds à moindre coût, elle l'est aussi en raison de sa capacité supposée à permettre la retranscription quasi-immédiate de la valeur fondamentale des titres dans les cours boursiers<sup>12</sup>. A l'inverse, dans des circonstances de tarissement de la liquidité boursière, les prix de marché échoueraient à révéler la valeur fondamentale future des actifs. La liquidité favoriserait ainsi ce que la finance néo-classique définit comme l'efficience informationnelle des marchés d'actifs financiers. Suivant cette théorie du « reflet », toute divergence entre les cours boursiers et les modifications des valeurs fondamentales sous-jacentes aux titres cotés se résume à un problème de négociabilité; le marché concerné souffre d'un défaut organisationnel qui doit être surmonté par des dispositifs appropriés visant à renforcer la liquidité boursière.

---

<sup>11</sup> En bourse, cette exigence de rendement supplémentaire se traduira par une décote sur la valeur de marché des titres. Ainsi, le prix d'un actif peu liquide sera moins élevé que le prix d'un autre actif offrant des revenus futurs attendus comparables mais présentant une meilleure liquidité de marché. Cette décote matérialise la prime de risque exigée par les investisseurs pour compenser une négociabilité réduite sur le marché secondaire (voir Foucault, 2006).

<sup>12</sup> L'information fondamentale est celle relative aux fondamentaux économiques (croissance, inflation, taux d'intérêt, emploi...mais aussi, sur un plan micro-économique, la croissance attendue des bénéfices des entreprises). La valeur fondamentale (ou intrinsèque) d'un actif financier est assimilable à la valeur actualisée des revenus futurs associés à la détention de cet actif (dividendes pour les actions, coupons d'intérêts pour les actifs monétaires et obligataires).

Les propositions faites ces derniers mois pour garantir la liquidité de marché des produits titrisés relèvent clairement de cette logique. En effet, les mesures envisagées pour homogénéiser les caractéristiques de ces produits et remplacer progressivement les marchés fragmentés de gré à gré par des bourses d'échanges centralisées visent à renforcer la transparence du système financier et à fournir une valorisation instantanée des titres. Il s'agit d'éviter que les problèmes de liquidité et donc d'indisponibilité de valeur de marché tels que ceux rencontrés ces dernières mois ne se reproduisent. Ces « anomalies de marché » ont provoqué un grippage total et prolongé du marché interbancaire<sup>13</sup>, mettant en péril de nombreuses institutions financières, processus accéléré par l'inscription des dépréciations de valeurs à leurs bilans<sup>14</sup>. On comprend ainsi l'engouement pour ces mesures d'autorités soucieuses de préserver les conditions d'une liquidité pérenne. Néanmoins, les avantages attendus de la mise en place de marchés secondaires de la titrisation doivent être jaugées à l'aune de leur capacité à produire, d'une part, une évaluation objective et informée des actifs cotés et, d'autre part, à garantir la réversibilité instantanée des engagements des investisseurs.

---

<sup>13</sup> Certains organismes de gestion collective (OPCVM) investis en titres monétaires (en particulier les SICAV monétaires dites « dynamiques ») ont beaucoup pâti de cette absence de valeur de marché (voir la fermeture de certains fonds de BNP-Paribas dès août 2007 et, plus récemment (septembre 2008), la liquidation du *Prime Money Market Fund* de Putnam Investments, fonds pesant 12 milliards de dollars).

<sup>14</sup> Depuis la mise en place en 2005 en Europe des normes comptables internationales *IFRS (International Financial Reporting Standards)* édictées par l'*IASB (International Accounting Standards Board)*, les portefeuilles de titres des banques (mais aussi les actifs des sociétés cotées européennes) sont évalués en juste valeur (*fair value*) et donc comptabilisés en valeur de marché (*mark to market*) censée constituer une bonne estimation de leur valeur fondamentale. Des règles comparables sont également en vigueur aux Etats-Unis. Selon certains experts, ce mode de comptabilisation est en grande partie responsable de l'intensification de la crise financière actuelle. Contraintes de réagir très vite à des baisses significatives de valeur des titres détenus, les banques ont été amenées à enregistrer d'importantes dépréciations d'actifs plombant ainsi leurs ratios de solvabilité, et les forçant à des cessions précipitées accélérant la baisse des marchés et la dégradation de leur situation nette.

## 2 L'ambivalence de la liquidité : une synthèse d'opinions indissociable d'une dynamique spéculative

Le postulat selon lequel les cours boursiers reflètent à tout instant la valeur fondamentale des entreprises participe d'une vision naturaliste de la finance qui réduit les marchés boursiers à un rôle strictement passif, une simple retranscription d'une réalité économique préexistante. Or, en l'absence d'une connaissance objective du futur, les anticipations ne peuvent être que subjectives : chaque opérateur se construit sa propre vision de l'avenir. Même si les investisseurs disposent, à un moment donné, d'un même ensemble d'information, rien n'assure qu'ils partagent la même opinion sur la valeur fondamentale (Orléan, 2005).

Dans cette perspective, la valeur fondamentale des actifs – au sens de leur rentabilité réelle, effective – n'étant connue qu'*ex-post*, l'évaluation financière fait émerger une vision dominante du futur économique à partir de la multiplicité des opinions formulées par les investisseurs. Une fois légitimée, et étant données ses vertus autoréalisatrices, cette vision partagée de l'avenir peut alors engendrer un futur conforme à l'opinion majoritaire qui a contribué à le dessiner (Giraud, 2000). Le niveau de valorisation atteint *ex-ante* sur le marché se trouve ainsi justifié *ex-post*. Dans cet espace public de nature communicationnelle, la liquidité de marché joue un rôle de liaison entre le présent et le futur en permettant à une représentation collective de l'avenir de se réaliser. En effet, en l'absence d'une cotation régulière, c'est-à-dire à défaut de marché liquide, aucune synthèse des opinions ne peut être produite et donc aucune évaluation de référence ne peut être proposée.

Pourtant, là où l'ambivalence de la liquidité se révèle pleinement c'est qu'en consacrant le prix de marché au rang de seule évaluation légitime, elle incite les investisseurs à concentrer leur attention sur l'évolution de l'opinion majoritaire qui sous-tend le prix de marché à court terme. La cotation en continu amène les investisseurs à concevoir l'opinion de marché comme un véritable « actif négociable » dont ils doivent tirer profit en

pariant sur la trajectoire. Elle les détourne alors d'une évaluation fondamentaliste du futur, censée les aider à se projeter sur le long terme. Dans ces conditions, la capacité collective des marchés à élaborer un scénario de référence crédible et accepté par tous, susceptible d'engendrer une réalité économique conforme aux prévisions, est considérablement amoindrie.

En effet, sous l'impulsion de la cotation en continu, l'utilisation spéculative du prix de marché se répand inévitablement. C'est l'existence même de la liquidité, en tant que production institutionnelle des marchés organisés, qui provoque l'attrait pour l'échange spéculatif en obligeant la communauté des investisseurs à se situer par rapport à l'opinion majoritaire pour la précéder dans ses évolutions. Or, cette activité spéculative soutenue<sup>15</sup>, loin d'être la résultante de comportements individuels indépendants et déviants, apparaît bien plutôt « (...) *comme une réponse appropriée des agents aux contraintes sociales que leur impose le développement de la liquidité*<sup>16</sup> ». De nature on ne peut plus rationnelle sur le plan individuel, un tel comportement lorsqu'il se généralise amène l'évaluation collective à se détacher progressivement d'une valorisation raisonnable des fondamentaux. Dans la mesure où ce n'est qu'*ex post* qu'on peut déterminer si le scénario de référence sur lequel se sont coordonnés les investisseurs était ou non congruent, la voie est ouverte à tous les excès.

Un marché doté d'une liquidité pléthorique plonge naturellement les acteurs dans un monde artificiel en écrasant les temporalités et en les exonérant des contraintes de l'économie réelle. C'est ainsi qu'à la fin des années 90, des perspectives de croissance des bénéfices particulièrement optimistes ont pu être avancées pour justifier les niveaux de valorisation - à l'évidence déconnectés de la réalité - atteints par les actions des jeunes

---

<sup>15</sup> Correspondant, selon la définition de N. Kaldor (1939) à « (...) *l'achat ou la vente de biens avec intention de revente (ou de rachat) à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espérance d'une modification du prix en vigueur et non par l'avantage lié à l'usage du bien (...)* ».

<sup>16</sup> Orléan (1988), page 233.

entreprises de la nouvelle économie<sup>17</sup>. De manière plus globale, l'enchaînement rapide de plusieurs bulles financières depuis le début des années 2000 est symptomatique de cette logique. Suite au krach de la bulle internet, les réserves d'épargne se sont d'abord investies dans l'immobilier résidentiel américain, entraînant une explosion du crédit, concomitante avec une hausse significative des prix de l'immobilier. La crise du crédit hypothécaire, entamée au cours de l'été 2007, a ensuite provoqué une réallocation brutale d'épargne vers d'autres marchés d'actifs particulièrement liquides et à fort effet de levier : les marchés dérivés de matières premières alimentaires et énergétiques (*commodities*). Emballements et bulles spéculatives ne peuvent par conséquent être assimilés à de simples "accidents" de parcours, fruits de l'irrationalité momentanée des investisseurs. Ils sont une conséquence directe de la cotation en continu et de la surabondance de la liquidité.

Outre cette transgression du rôle initial dévolu aux marchés qu'elle autorise, la liquidité transforme également en profondeur les logiques d'entreprise ainsi que les modes de gouvernance et de rémunération des dirigeants. En effet, la liquidité facilite une réallocation permanente et fort médiatique des droits de propriété en facilitant des prises de contrôle parfois entièrement réalisables avec du papier (Offres Publiques d'Echange). Ce faisant, elle dispense les actionnaires et équipes dirigeantes d'un fastidieux processus de croissance interne et les affranchit même, dans certains cas, d'une analyse détaillée de la pertinence industrielle de la manœuvre. Par ailleurs, en garantissant la bonne fin des levées de *stock options*<sup>18</sup> et les reventes lucratives d'actions qui leur sont associées, la liquidité scelle la convergence à court terme des intérêts des dirigeants et détenteurs de droits de propriété au risque de promouvoir un raccourcissement de l'horizon stratégique de l'entreprise particulièrement dangereux pour sa pérennité. Faire croître coûte que coûte le cours des

---

<sup>17</sup> On se référera ici à l'ouvrage de A. Perkins & M. Perkins (1999).

<sup>18</sup> Les *stock options* sont des contrats offrant aux dirigeants (ou cadres) salariés, en guise de rémunération, des options d'achat d'un certain nombre d'actions de leur entreprise (cotée) à un prix fixé d'avance et avec une débite par rapport au cours boursier en vigueur au moment de leur attribution.

titres et en garantir la négociabilité relève, à ce stade, du « fétichisme » (Keynes, 1936, p.163). On en veut pour preuve les flux considérables de rachats d'actions en bourse, constatés un peu partout dans le monde. Destinés en première intention à restituer des ressources financières initialement levées auprès d'actionnaires imposant des normes de rendement du capital que les structures productives sont dans l'impossibilité de satisfaire sur le moyen terme, ils contribuent également à soutenir le cours boursier en assurant mécaniquement l'augmentation du bénéfice par action par réduction du nombre de titres constitutif du capital social<sup>19</sup>. Cette pratique n'est pas sans conséquence lourde pour le financement de l'économie. Les émissions nettes d'actions nouvelles (valeur des émissions d'actions nouvelles par augmentations de capital dont on retranche la valeur des réductions de capital par rachat d'actions en Bourse) en deviennent négatives au point que, en France comme dans la plupart des économies occidentales, le rôle des marchés d'actions est aujourd'hui considéré comme marginal dans le financement des investissements des entreprises<sup>20</sup>. Si l'on ajoute à cela la redistribution outrancière de dividendes aux actionnaires (en France, entre 1999 et 2008, les dividendes versés par les entreprises du CAC 40 ont progressé de 300 %, passant de 14 à 43 milliards d'euros)<sup>21</sup>, il s'avère que le

---

<sup>19</sup> Les principaux motifs invoqués par les sociétés procédant à des programmes de rachats de titres sont, dans l'ordre, la régularisation de cours, l'attribution d'actions ou d'options d'achats aux dirigeants et salariés, la remise d'actions dans le cadre d'opérations de croissance externe puis l'annulation de titres. En rachetant ses propres actions pour les annuler (réduction de capital), une entreprise diminue le nombre de titres en circulation et augmente mécaniquement le bénéfice par action. En France, les réductions de capital concernent non seulement des grandes sociétés mais aussi nombre de PME cotées. Ainsi, en 2008, de nombreuses valeurs moyennes (« midcap ») ont fait massivement voter ce type d'opérations par leurs actionnaires (voir « Les réductions de capital se multiplient », l'AGEFI, 30 décembre 2008, et « Les opérations de rachat d'actions en France : bilan statistique », Revue Mensuelle de l'Autorité des marchés financiers, n°8, novembre 2004).

<sup>20</sup> Voir à ce sujet S. Aboura et C. Boucher., « La bourse : un marché d'occasion », *Le Monde Economie*, 26 septembre 2006, ainsi que l'étude publiée par l'AMF « Le rôle des marchés primaires d'actions décline-t-il ? », Revue Mensuelle de l'Autorité des marchés financiers, n°17, septembre 2005. En Europe, les rachats d'actions effectués ont atteint 162 milliards de dollars en 2007, contre 40,7 milliards en 2006. En France, les sociétés du CAC 40 ont racheté pour 19 milliards d'euros d'actions contre 7,9 milliards en 2006. Aux Etats-Unis, les programmes de rachats d'actions ont atteint 432 milliards de dollars en 2006, soit plus que le PIB de la Belgique. En 2007, ils ont culminé à 588 milliards de dollars (+36 % par rapport à 2006). Depuis 2001, les grands groupes américains ont presque quadruplé le montant consacré à ces programmes de rachat d'actions (source, Le Devoir.com, 27 juin 2007). Durant la dernière décennie, les entreprises américaines ont continuellement réduit la taille de leur capital, en émettant moins d'actions qu'elles n'en rachètent.

<sup>21</sup> Lettre Vernimmen, février 2009.

développement des marchés d'actions, initialement conçus dans le but de faciliter le financement des sociétés cotées, a finalement conduit à une décapitalisation progressive et générale des structures productives.

### **3 Une liquidité de marché illusoire**

Au-delà même de son caractère ambivalent, la liquidité boursière, lorsqu'elle se veut instantanément mobilisée par tous, apparaît pour ce qu'elle est : une illusion collective. En effet, les bourses d'échange et leur corollaire, la cotation en continu, assujettissent les entreprises cotées à l'emprise du jugement collectif instantané. L'instabilité des croyances, résultat de l'incertitude radicale, crée un déficit de référence objective conduisant au sein de la communauté financière à un comportement mimétique généralisé, ne pouvant être surmonté qu'en tentant de produire des repères collectifs, des points d'ancrage autour desquels les points de vue hétérogènes pourront momentanément se cristalliser. Lorsque, parmi les conjectures produites par le marché, une vision dominante de l'avenir finit par recueillir l'adhésion de la communauté, elle ne dissout pas pour autant les hétérogénéités d'opinions fondamentalistes. L'évaluation conventionnelle ainsi formée n'est donc pas toujours dénuée d'arbitraire. Elle ne repose pour autant que sur un nombre restreint d'éléments d'appréciation parfaitement objectifs. Les investisseurs peuvent alors confronter leur propre vision de l'avenir au scénario de référence que le prix de marché révèle. Du maintien d'une telle diversité de points de vue autour d'une représentation dominante du futur dépend la garantie des échanges et donc la liquidité des positions.

La légitimité du modèle conventionnel est assurée tant que le scénario élaboré par le marché n'est pas remis en question<sup>22</sup>. Pourtant, une convention d'évaluation trop fragile dans ses fondements ne résiste pas longtemps à certains faits récurrents. Si un doute surgît et qu'un

---

<sup>22</sup> Ainsi que le précise Orléan (2005), « l'interprétation du futur que met en avant la convention doit trouver dans les évolutions économiques constatées, sinon une pleine vérification, au moins une absence de contradiction ».

frémissement de l'opinion se fait sentir, le caractère conventionnel (et fragile) de la base d'évaluation collective ne peut manquer d'apparaître. Dès que la stratégie individuelle consistant à s'en remettre à l'évaluation conventionnelle finit par se révéler inopérante, un processus de révision des croyances, d'abord isolé, peut alors, dans un second temps, se généraliser par contamination mimétique. Suite à une succession d'informations invalidant le scénario de référence jusqu'alors en vigueur, ce mécanisme aboutit *in fine* à une désorientation de l'opinion majoritaire. C'est ainsi que l'on peut par exemple interpréter la révision brutale de l'opinion collective opérée au cours de l'été 2007 quant à l'importance des risques liés à la détention de créances hypothécaires<sup>23</sup>. Un processus comparable a été à l'œuvre à partir de l'été 2008 lorsque les annonces rapprochées des difficultés de *Fannie Mae* et *Freddie Mac*<sup>24</sup>, de *Lehman Brothers* mais aussi d'*American International Group (AIG)*, ont fait basculé l'opinion collective vers l'anticipation d'un décrochage plus durable des marchés boursiers et, en particulier, des valeurs bancaires. La perception collective du risque de panique boursière a alors provoqué des ventes massives de titres ayant pour conséquence immédiate l'autoréalisation du scénario tant redouté.

Durant ces épisodes, l'instabilité naturelle du jugement collectif atteint son paroxysme et se voit matérialisée par les convulsions quotidiennes de la cotation en continu<sup>25</sup>. Dès lors qu'aucune autre convention d'évaluation stabilisée ne peut émerger instantanément, une confrontation instable entre offre et demande de titres rythme la vie des marchés. Celle-ci se traduit par des variations de cours intempestives et une forte volatilité

<sup>23</sup> Révision des croyances collectives provoquée par les annonces, en mars 2007 de la faillite de New Century Financial Corporation, en juin 2007 de la fermeture de deux fonds hypothécaires par la banque Bear Stearns, et en août 2007, de la suspension de cotation de 3 fonds monétaires dynamiques exposés aux *subprimes* et gérés par BNP-Paribas (voir à ce sujet D. Marteau : « Le rôle des croyances collectives dans la crise financière », *Le Monde Economie*, 21 mars 2008).

<sup>24</sup> *Fannie Mae (Federal National Mortgage Association)* et *Freddy Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)* sont des organismes financiers assurant le refinancement de prêts immobiliers initiés par des banques américaines et transformant ensuite ces créances en obligations afin de les vendre sur les marchés boursiers. Entre l'été 2007 et l'été 2008, ces sociétés ont perdu 90% de leur valeur en Bourse. Ce qui a précipité leur faillite.

<sup>25</sup> La solution, parfois préconisée dans ces circonstances, consistant à procéder à une suspension de cotation des titres, voire à une fermeture plus ou moins prolongée des Bourses d'échanges, peut-elle contribuer à calmer les esprits et permettre à l'économie réelle de s'affranchir d'une insécurité boursière destructrice de confiance, ou risque-t-elle au contraire de déstabiliser encore davantage les anticipations en éliminant le seul repère collectif encore disponible : le prix de marché ?

caractéristique des périodes d'inexistence de repères collectifs. Les marchés entrent alors dans une période plus ou moins prolongée de « désarroi cognitif<sup>26</sup> » et de crise d'indétermination.

Dans le but d'apaiser leur angoisse permanente de l'irréversibilité de leur position, les opérateurs tentent bien de s'en remettre à un certain nombre d'indicateurs tels que la profondeur des carnets d'ordres ou encore les volumes échangés. Or, tous ces indicateurs ont un caractère endogène, au sens où ils sont produits par l'activité de marché elle-même. Si l'on observe une période de temps significative sans altération des conditions d'échange, alors, la confiance en la capacité du marché à satisfaire la préférence des investisseurs pour la liquidité s'accroît à nouveau. La crainte d'une dégradation effective de la liquidité diminue alors sensiblement<sup>27</sup> et la croyance en une liquidité « intarissable » du marché peut devenir telle que les investisseurs sont persuadés de pouvoir sortir à tout moment du marché. Pourtant, un choc de liquidité même réduit<sup>28</sup> suffit à fragiliser la confiance en la réversibilité des positions. La fuite collective vers la liquidité s'avère alors être un désastre. Les autres intervenants se retirent simultanément du marché, précipitant ainsi l'assèchement brutal de la liquidité et l'effondrement des cours<sup>29</sup>.

Les grands retournements boursiers qui ont marqué l'histoire économique sont en effet imputables au « paradoxe de la liquidité » (Orléan, 1999 et 2004) : si la liquidité des placements est une possibilité pour chaque acteur considéré isolément, elle est impossible à atteindre pour la collectivité des investisseurs prise dans son ensemble, c'est-à-dire lorsque tous souhaitent se débarrasser simultanément de leurs titres. Comme le précise Frédéric Lordon, « *la liquidité comme possibilité permanente de sortie, comme garantie de réversibilité, est un mensonge collectif : elle s'évanouit dès lors que tous tentent simultanément d'en*

<sup>26</sup> Selon l'expression de F. Lordon (1997).

<sup>27</sup> Voir Morris et Shin (2004).

<sup>28</sup> Comme par exemple, le retrait du marché de quelques investisseurs pouvant générer l'exécution d'ordres en cascades ou encore une interruption momentanée de la cotation due à un incident technique.

<sup>29</sup> Ainsi que l'indique A. Orléan (1999, p. 35), « la préférence pour la liquidité est autodestructrice quand elle est partagée par tous ».

exercer l'option (...) il y a donc quelque chose du supplice de Tantale dans la liquidité financière : elle se dérobe plus inexorablement à mesure qu'elle est plus intensément recherchée » (Lordon, 2008, p 114-115, *op. cit*). D'un point de vue théorique, ces épisodes de course à la liquidité procèdent d'une logique comparable aux phénomènes de paniques bancaires (*bank runs*), au cours desquels une simple rumeur d'illiquidité d'un établissement peut déclencher des mouvements collectifs de retrait des dépôts, indépendamment de la situation réelle de cet établissement (Diamond et Dybvig, 1983). En effet, la crainte des premiers retraits entame la confiance d'autres clients qui retirent alors leur épargne renforçant ainsi le risque d'illiquidité<sup>30</sup>. De la même façon, sur les marchés financiers, les investisseurs seront amenés à liquider leurs positions s'ils redoutent un retrait massif des autres intervenants du marché. Face à une perte de confiance en la capacité de la bourse à satisfaire la liquidité des positions, la décision de vendre immédiatement s'impose rationnellement pour chacun. On se trouve alors face à des comportements mimétiques généralisés qui provoquent inévitablement de violents mouvements baissiers venant autovalider la crainte initiale en un risque d'assèchement de la liquidité.

Dans cette perspective, coter les actifs financiers issus de la titrisation et les dérivés de crédit sur des marchés boursiers centralisés permettrait, certes, d'échapper momentanément au risque d'absence de valorisation caractéristique des structures d'échange de gré à gré. De surcroît, il va sans dire que l'identification et le contrôle nominatifs des positions potentiellement à risque seraient considérablement améliorés (si toutefois une limitation drastique des possibilités d'endettement des investisseurs était imposée, Lordon, 2008, p.173). Pour autant, la cotation en continu, en exposant à tout moment l'évaluation conventionnelle à un processus de révision souvent brutale, engendre intrinsèquement l'instabilité de

<sup>30</sup> A titre d'exemple, citons le cas de la banque anglaise *Northern Rock* spécialisée dans l'octroi de crédit immobilier et donc potentiellement exposée à la crise des *subprimes*. En septembre 2007, dans l'impossibilité de se refinancer sur le marché interbancaire, celle-ci s'est trouvée dans l'obligation d'avoir recours au prêteur en dernier ressort, à savoir la Banque d'Angleterre. Cette annonce a immédiatement provoqué une panique bancaire chez les déposants se traduisant par le retrait d'1 milliard de livres en l'espace de 24h.

l'évaluation financière<sup>31</sup>. La communauté financière, si bien informée soit-elle, ne peut échapper collectivement au caractère illusoire d'une liquidité boursière que des dispositifs organisationnels ne permettront jamais de décréter ni de pérenniser. La liquidité n'est et ne sera mobilisable que si elle fait l'objet d'une croyance collective en sa durabilité, c'est-à-dire uniquement par beau temps et certainement pas au moment où elle se révélerait pourtant indispensable.

## Conclusion

La négociabilité des actifs financiers issus de la titrisation sur des bourses d'échanges centralisées est aujourd'hui considérée par les gouvernements comme une piste de réforme, en vue d'améliorer leur transparence. L'objectif est de pérenniser un outil dont les mérites principaux seraient de faciliter le refinancement des banques et de disséminer des risques. L'hypothèse est faite que l'organisation de la liquidité d'*ABS*, de *CDO*<sup>32</sup> et de *CDS* sur des marchés secondaires centralisés et sous le contrôle de chambres de compensation, permettrait de fournir une évaluation publique des revenus et des risques associés aux portefeuilles de créances sous-jacentes, garantissant ainsi la disponibilité en continu d'une valeur d'échange.

Cette argumentation fait cependant abstraction d'un fait incontournable : les marchés financiers vivent dans un monde radicalement incertain et non stationnaire. Dans ce contexte, les évaluations de risques produites par les investisseurs se réduisent au statut d'opinions irréductiblement subjectives. Plus généralement, les prix cotés ne constituent qu'une promesse collective de revenus futurs et ne font que traduire une vision moyenne de l'avenir, le scénario du futur qui domine à

<sup>31</sup> Ainsi que Keynes l'exprimait très clairement : « *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* ». (Keynes, 1936, p.163).

<sup>32</sup> Dont les caractéristiques et les profils de risque auraient été homogénéisés et standardisés.

un moment donné sur le marché. Confrontée à une détresse cognitive récurrente, la communauté des investisseurs ne peut qu'adhérer collectivement à la seule valeur qui soit observable par tous : l'évaluation publique de marché, diffusée en continu et à laquelle les échanges s'opèrent effectivement. Certes, le scénario de référence ainsi produit, parce qu'il repose sur un prix de marché élevé au rang de seule évaluation légitime, acquiert, pour un temps au moins, le statut de convention d'évaluation dominante ; il contribue en ce sens à stabiliser provisoirement les anticipations. Mais en contraignant les investisseurs à adopter une stratégie, au demeurant parfaitement rationnelle, consistant à tirer parti des fluctuations boursières au jour le jour, les marchés transforment l'évaluation financière en un processus intrinsèquement instable.

La dynamique instantanée du cours boursier concentre en effet inévitablement, et presque exclusivement, toute l'attention de la communauté financière. Elle devient à la fois l'objet et le résultat des anticipations qu'ils formulent. Ce jeu autoréférentiel donne naissance à des polarisations mimétiques soudaines dont l'objectif est davantage d'anticiper l'évolution du cours de bourse, aussi exubérante puisse-t-elle être, que de contribuer à la formation d'un scénario viable du futur économique. La synthèse collective d'opinions sur laquelle repose le scénario de référence qui, à un moment donné, réussit à s'imposer, souffre d'une fragilité intrinsèque : la base conventionnelle d'évaluation qui la sous-tend est susceptible de s'affaiblir à tout moment. Ainsi, lorsque la vision du futur portée par les prix de marché se révèle par trop excessive au regard de la trajectoire effective de l'économie, l'opinion majoritaire finit par basculer et l'identification d'un nouveau point d'équilibre peut alors s'avérer durablement hors de portée.

Contrairement à ce qu'affirme la théorie dominante, une liquidité de marché abondante, loin de favoriser l'identité entre valeur de marché et valeur fondamentale, a au contraire pour conséquence de mettre cet objectif hors d'atteinte de la communauté financière. Dans cette perspective théorique que l'on pourrait qualifier de keynésienne, la cotation

de marché ne représente donc pas une estimation non biaisée d'une réalité économique préexistante à l'échange, mais ne fait qu'exprimer une conjecture sur l'avenir parmi d'autres, par nature instable et à même d'être démentie par les faits.

La valeur de marché, parée des attraits de la « juste valeur » (*fair value*), s'invite aujourd'hui directement dans les bilans comptables. Ceux-ci en perdent leur caractère d'extériorité par rapport aux valeurs boursières et sont ainsi contaminés par le processus d'évaluation financière intrinsèquement instable auquel les marchés se livrent inéluctablement. Dans ces conditions, le débat relatif à la « juste valeur », exacerbé par la crise financière, ne peut se résumer à des considérations purement techniques quant à la nécessité de lisser les mouvements de prix ou à l'opportunité d'avoir recours à l'enregistrement en *mark to model*<sup>33</sup> lorsque la liquidité du marché est jugée insuffisante. Ce n'est pas uniquement dans ce dernier cas que la valeur de marché ne correspond pas à la « juste valeur ». La difficulté structurelle des marchés financiers à fournir à l'économie une quelconque « juste valeur » résulte de leur fonctionnement cognitif.

Par les débordements frénétiques qu'elle autorise et les contraintes qu'elle impose aux entreprises en matière de gouvernance, la liquidité boursière rend les marchés financiers incapables d'assumer correctement leur fonction cognitive d'élaboration et de diffusion collective d'un scénario crédible de l'avenir. L'instabilité de l'évaluation financière se révèle endémique parce que totalement ancrée dans les structures de la finance. L'utilité économique des marchés d'actifs financiers en est alors radicalement réduite à leur capacité présumée à garantir la liquidité des positions des investisseurs et donc la réversibilité de leur engagement. Mais même ici, la faillite des marchés est totale. Dans la mesure où elle repose sur une foi collective momentanée en la pertinence des évaluations, la liquidité boursière ne constitue en rien une propriété intrinsèque des

---

<sup>33</sup> Evaluation du prix d'un actif à partir d'un modèle de valorisation dont l'évaluateur fixe lui-même les paramètres (flux attendus, taux d'actualisation) sur la base de scénarios possibles (mais potentiellement erronés).

marchés d'actifs qu'un certain type d'organisation de marché permettrait de garantir à coup sûr. Si la croyance partagée en la justesse de l'estimation de marché tend à s'éroder, les craintes sur l'irréversibilité des engagements individuels finissent par s'agréger, aboutissant alors à une tentative de fuite collective aussi brutale que désespérée. En ce sens, la liquidité boursière n'est qu'une illusion collective, une promesse jamais tenue.

En situation d'échec manifeste quant aux objectifs qui leur sont assignés : financement de l'économie, valorisation efficiente des rendements et des risques, liquidité des positions dans les périodes de stress, les marchés boursiers, sous leur forme actuelle, ne présentent plus aucune utilité collective. Ils se révèlent même délétères pour l'investissement et la croissance. Préserver les entreprises cotées de la gouvernance défaillante des marchés boursiers et de l'irréductible instabilité de l'évaluation financière dont ils sont porteurs suppose, par conséquent, un contrôle drastique de la liquidité boursière via, par exemple, de fortes incitations fiscales à la détention d'actifs sur le long terme, un (re)cloisonnement des marchés voire des dispositifs de taxation internationale des transactions boursières.

Une alternative plus radicale consisterait à procéder à un retrait de leurs actions de la cote publique en vue de les rétrocéder à un actionnariat stabilisé et pleinement partie prenante des grandes orientations stratégiques de long terme. Il pourrait être ainsi envisagé de recréer un vrai marché du contrôle via la réactivation d'un lien juridique durable entre l'entreprise « personne morale » et les actionnaires propriétaires de son capital social. Cette issue présenterait au moins quatre intérêts majeurs :

- soustraire les directions d'entreprises à la pression des valeurs de marché et les dispenser ainsi d'avoir à soutenir leur cours boursier en subventionnant les fonds institutionnels par des rachats d'actions destructeurs de fonds propres.
- cesser d'exposer les salariés aux risques permanents de prises de contrôle bien souvent destructrices d'emplois et de valeur.

- désindexer les rémunérations des dirigeants de la valorisation boursière, ce qui aurait pour saine conséquence de dispenser ces derniers d'avoir recours à des pratiques de comptabilité d'intention voire de malversations comptables destinées à doper leurs gains.
- En finir avec la contamination pro-cyclique des bilans comptables par des valeurs de marché que la cotation en continu rend incertaines car soumises à l'emprise d'un jugement collectif versatile.

Pour autant, afin de redonner aux marchés un rôle actif dans le financement des investissements, un véritable marché des fonds propres cotés pourrait être organisé en parallèle à la détention d'actions ordinaires par des partenaires de long terme. Ce compartiment pourrait accueillir la cotation d'actions préférentielles sans droit de vote, dont le principal intérêt pour les investisseurs est de constituer un placement en titres à rendement fixe et pouvant faire l'objet d'une négociabilité sur un marché secondaire (Gréau, 2005, p. 264-273)<sup>34</sup>.

Cette reconfiguration des marchés boursiers aboutirait à dissocier clairement, d'un côté, les partenaires à même d'assurer une vraie fonction de gouvernance actionnariale et d'accompagnement de l'entreprise sur le long terme - mais acceptant de renoncer à la liquidité instantanée de leur engagement - et, d'un autre côté, les investisseurs attirés par un rendement stable et la liquidité d'un placement en actions préférentielles mais abandonnant, en échange, toute velléité de contrôle.

---

<sup>34</sup> D'une certaine manière, la recapitalisation de nombreux établissements financiers en Europe et outre atlantique à l'aide d'émissions d'actions préférentielles ou de titres subordonnés en constitue dès et déjà une illustration.

## **Références bibliographiques**

- Aboura S. et C. Boucher, « La bourse : un marché d'occasion », *Le Monde Economie*, 26 septembre 2006.
- Agefi (30 décembre 2008) « Les réductions de capital se multiplient »
- Aglietta M. (février 2008a), « Comprendre la crise du crédit structuré », La lettre du CEPII, n°275.
- Aglietta M. (avril 2008b), « La crise du crédit structuré et la réforme de la régulation prudentielle » in P. Artus « *La crise financière, causes, effets et réformes nécessaires* », Les cahiers du cercle des économistes.
- Allen F. (septembre 2008), « Market Illiquidity and Financial Instability », Working Paper, University of Pennsylvania.
- AMF (novembre 2004) « Les opérations de rachat d'actions en France : bilan statistique », Revue Mensuelle de l'Autorité des marchés financiers, n°8.
- AMF (septembre 2005) « Le rôle des marchés primaires d'actions décline-t-il ? », Revue Mensuelle de l'Autorité des marchés financiers, n°17.
- Artus P., Betbèze JP., De Boissieu C. et Capelle-Blancard G (septembre 2008), « La crise des subprimes », Rapport du Conseil d'analyse économique, n°78.
- Diamond D. et Dybvig P. (1983), « Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity », *Journal of Political Economy*, Vol 91, p. 401-419.
- Foucault T. (2006)., « Liquidité, coût du capital et organisation de la négociation des valeurs mobilières » *Revue d'économie financière*, n° 82.
- Giraud P.N (2001)., « Le commerce des promesses : petit traité sur la finance moderne », éd. Le Seuil.
- Gréau J.L. (2005), « L'avenir du capitalisme », éd. Gallimard.
- Gréau J.L. (2008), « La trahison des économistes », éd. Gallimard.

- Keynes J.M. (1936), « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie », Paris, éd. Petite Bibliothèque Payot, n°139, 1971.
- Kaldor N. (1939), « Speculation and Economic Activity », *Review of Economic Studies*, VII, p. 1-27
- Lordon F. (1997), « Les apories de la politique économique à l'époque des marchés financiers », *Annales, Histoire, Sciences sociales*, n° 1.
- Lordon F. (2008), « Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières », éd. Raisons d'agir.
- Marteau D., « Le rôle des croyances collectives dans la crise financière », *Le Monde Economie*, 21 mars 2008.
- Morris S., Shin H.S. (2004), « Liquidity Black Holes », *Review of Finance*, 8 (1), p. 1-18.
- Orléan A. (1988), « L'autoréférence dans la théorie keynésienne de la spéculation », *Cahiers d'Economie Politique*, n° 14-15, p. 229-242.
- Orléan A. (1999), « Le pouvoir de la finance », Paris, éd. Odile Jacob.
- Orléan A. (2004), « La Bourse est-elle au service de la production ? », Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde, Paris, Association d'Économie Financière, p. 51-58.
- Orléan A. (2005), « Réflexions sur l'hypothèse d'objectivité de la valeur fondamentale dans la théorie financière moderne », in Bourghelle D. Brandouy O, Gillet R et Orléan A., « Croyances, représentations collectives et conventions en finance », éd. Economica (collection Recherche en Gestion).
- Perkins A., M. Perkins (1999), « The Internet Bubble : Inside the Overvalued World of High Tech Stocks », New-York, éd. Harper.
- Sapir J. (2008), « Une décade prodigieuse. La crise financière entre temps court et temps long », *Revue de la régulation*, n°3/4.