



Contre-jour

Finance internationale : les illusions de la transparence

par Frédéric Lordon

Les anglo-saxons ont une expression bien à eux pour désigner ces doctrines devenues quasi officielles à force d'être reprises par tous les locuteurs autorisés, incarnant le raisonnable à un point tel que toute tentative de pensée différente en paraît immédiatement incongrue : la *conventional wisdom*. En matière de prévention des crises financières, la *conventional wisdom* a parlé : l'instabilité, c'est la faute à l'opacité. Pour vivre heureux, faisons transparent. Or la promotion de la transparence en cœur de la nouvelle doctrine financière internationale est en soi un fait remarquable parce qu'elle s'offre comme un concentré des contresens commis à propos des fonctionnements cognitifs de la finance.

De la transparence comme sœur de la rationalité...

Si l'impératif de transparence semble à ce point dériver « naturellement » de la théorie économique standard, c'est parce qu'il exprime concrètement quelques-unes de ses préoccupations les plus centrales en matière cognitive et informationnelle. Conçue comme mise à disposition de toute l'information pertinente, la transparence n'est finalement pas autre chose que le prolongement pratique de l'hypothèse théorique dite « des anticipations rationnelles ». Les agents, dont il faut rappeler que la théorie n'hésite pas à leur prêter la parfaite connaissance du modèle de l'économie, peuvent certes à tout instant déployer leur maestria calculatrice, mais seulement une fois munis des bonnes *data*. À la transparence de les leur fournir.

Elle est aussi un réducteur d'« asymétrie d'information » dans toutes ces situations dites « d'agence »¹ où un « principal » (mandataire, superviseur) tente de faire exécuter une tâche par un « agent » (mandaté, supervisé) avec la crainte que ce dernier ne s'en acquitte pas convenablement, voire détourne la délégation à son profit. La relation financière, où un créancier délègue à un débiteur la mise en valeur du capital, entre typiquement dans ce cadre, et c'est donc avec en tête l'idée que la parfaite observabilité des « agents » vaut contrôle optimal que tous les « prin-

cipaux » de la finance internationale voudraient faire des organisations où leurs fonds sont investis des maisons de verre.

... à l'opacité comme fauteuse de crise

Ainsi, s'accordant profondément avec les principes fondamentaux de la théorie néo-classique, la *conventional wisdom* de la transparence s'avance armée des meilleures références « scientifiques ». Ne jouirait-elle pas de cette caution théorique, qu'on pourrait tout de même compter sur elle pour puiser dans la réalité économique de quoi se donner toutes les apparences du bien-fondé. Le fait est qu'en matière d'opacité, les systèmes financiers des pays émergents, et notamment asiatiques, auront fait figure d'anti-modèle, en tout cas au regard des normes anglo-américaines de publicité. Quitte à s'engager dans un combat sans espoir, on peut tout de même tenter de rappeler que cette opacité-là était aussi l'expression des formes anciennes – et viables !² – de ces régulations financières locales³... avant qu'elles ne soient brutalement hybridées par une immersion inconsidérée dans un univers de marchés déréglementés. La proximité entre superviseurs et supervisés, l'octroi de crédit aux grands groupes industriels (*chaebol* coréens ou *keiretsu* japonais) au risque du surendettement, la contrainte « lâche » de rentabilité financière, les arrangements discrets entre créanciers et débiteurs, aux antipodes des rigueurs de la relation d'agence, sont l'envers d'une organisation financière qui avait aussi pour propriétés de soustraire les entreprises aux emballements court-termistes des marchés, d'installer des relations de crédit coopératives, d'allonger les horizons temporels et de stabiliser les cadres de l'investissement, enfin de rendre soutenables de très hauts niveaux d'endettement permettant un intense effort d'accumulation du capital⁴. Ainsi faut-il comprendre que ce sont *les mêmes caractéristiques* de l'organisation financière qui, vertueuses en régime « cohérent », peuvent se retourner en enchaînements pernicious dans certaines conditions, et notamment lorsqu'elles se trouvent confrontées aux principes de la finance de marché qui leurs sont totalement antinomiques. Les arrangements opaques entre grands groupes et banques « maison », capables pourtant de bonnes propriétés coopératives et stabilisatrices, deviennent intolérables aux yeux d'investisseurs institutionnels refusant de soutenir les mêmes horizons temporels et porteurs d'une tout autre conception de la relation financière. Plongées dans cet univers de marchés qui leur est des plus hétérogènes, les structures financières asiatiques voient d'un coup leurs avantages d'hier se muer en insurmontables tares et ont soudain beaucoup à se faire pardonner, particulièrement en matière de transparence. Il ne s'agit donc pas de nier que la « marchandisation » imposée aux structures financières asiatiques met en complet porte-à-faux leurs logiques institutionnelles antérieures, ni qu'elle produit ce retournement du « vertueux » en « vicieux » comme un effet *objectif*. Mais il s'y ajoute un effet d'universalisation, pour

le coup idéologique, qui voudrait donner la forme « marché » comme seul modèle raisonnable d'organisation de la finance – et toutes les autres formes pour autant d'aberrations.

Parce que les grands opérateurs de marché imposent comme une norme leur désir de tout connaître et de tout surveiller, la mise en transparence est aussitôt prise pour l'alpha et l'oméga de la stabilisation financière. Considérer que l'opacité porte tous les péchés du monde et que la crise financière lui doit tout, ou presque, est bien sûr la meilleure manière d'éviter soigneusement de mettre en cause les comportements privés, notamment ceux des investisseurs occidentaux... Cécité volontaire qui fait mieux comprendre que la transparence soit désormais le cheval de bataille de la nouvelle *conventional wisdom*. C'est bien en tout cas le message délivré par le rapport Davanne⁵. Et c'est aussi celui que n'ont cessé de répéter à satiété la plupart des intervenants d'un colloque post-crise financière tenu en 1999 à la Commission des finances de l'Assemblée nationale. Du gouverneur de la Banque de France aux investisseurs privés, en passant par les représentants de la BCE ou de la BRI, la transparence y a fait l'unanimité, suscitant cette satisfaction visible pour la solution qui ne coûtera rien et qui ne dérangera personne – si ce n'est les « opaques » à normaliser. Étonnante foi en les vertus définitives de la transparence, où se retrouvent le désir conscient ou inconscient de la réforme minimale, celle dont on est bien sûr qu'elle ne mettra en cause rien d'important, et le noyau dur de la croyance en la rationalité fondamentaliste des marchés financiers – une rationalité à laquelle il suffirait de donner tous les bons *inputs* pour qu'elle produise les jugements éclairés qu'elle était vouée à fournir de toute éternité.

Les paralogismes de la transparence

Le plus frappant dans cette affaire, c'est que des praticiens de si haut niveau puissent à ce point méconnaître le sens d'événements marquants auxquels ils auront pourtant été mêlés de si près. On se souviendra d'abord des crises monétaires de 1992-1993, où des fondamentaux connus de tous et incontestablement meilleurs en France qu'en Allemagne n'ont pas empêché les opérateurs de prendre des positions contre le franc. On évoquera ensuite le cas douloureux de LTCM et de ses arbitrages aventureux sur les *spreads*⁶ – pourtant au cœur du monde transparent. Comme une première intuition, on suggérera également que la multiplication des informations, c'est-à-dire de données potentiellement contradictoires, pourrait perturber, plus que simplifier, la formation des jugements et leur recherche d'univocité. Enfin on rappellera qu'il y a aussi des intérêts derrière certains aveuglements, et que l'objectivité du discours des analystes trouve sa limite dans les contraintes stratégiques des institutions financières auxquelles ils appartiennent : avertir d'un gonflement excessif de la bulle et de la montée des fragilités, c'est d'abord encourir

le coût de se singulariser contre une opinion majoritairement euphorique (et désireuse de le rester), c'est ensuite prendre le risque de renverser un mouvement de hausse dont la prolongation est profitable à tous – autant de considérations qui ne doivent pas grand-chose à un défaut d'information.

Mais l'essentiel n'est pas là. Ce dont témoigne surtout le fol espoir placé dans la transparence, c'est d'une méconnaissance profonde des comportements cognitifs de la finance. Ainsi, par exemple, le mythe de la transparence parfaite communique avec ce fantasme financier par excellence qu'est l'incorporation exhaustive de l'information. C'est l'absence complète de moment d'inertie, autrement dit la certitude de pouvoir répercuter les nouvelles non pas à la marge dans ses flux, mais en réaménageant significativement ses stocks, qui donne à la finance l'impression de pouvoir intégrer la totalité de l'information, et en temps réel. Cette fluidité parfaite, qui n'est pas autre chose que la liquidité, donne aux investisseurs le sentiment d'une réactivité illimitée, d'une capacité à prendre en compte l'information en totalité, jusque dans ses plus minimes soubresauts, sans rien laisser de côté. C'est bel et bien là un fantasme, qui ne repose pas seulement sur une surestimation notoire par la finance de ses capacités de traitement, mais également sur une incompréhension profonde de ce qu'est fondamentalement le *regard*. Aussi faudrait-il soumettre à la méditation des opérateurs cette phrase de René Char : « Si l'homme, de temps en temps, ne fermait pas souverainement les yeux, il n'aurait bientôt plus rien qui mérite d'être contemplé », pour leur faire comprendre que la sélectivité n'est pas *une certaine modalité*, mais un *principe constitutif* du regard. L'industriel, à sa façon, le sait bien, lui qui, obligé de « faire avec » l'inertie des structures productives, ne retient qu'un nombre limité de tendances, mais très significatives, lorsqu'il se projette à dix ans. Le délire informationnel de la finance n'est pas autre chose qu'une conséquence supplémentaire du rétrécissement extrême de ses horizons temporels. C'est de vivre dans une quasi-instantanéité permanente que lui vient cette insatiable boulimie informationnelle, cet abaissement massif de toute capacité de discrimination, cette obsession de tout voir et de tout savoir, de ne rien laisser échapper de l'infinie prolifération des événements.

Enfin, il y a dans les mythes de la transparence et de l'information parfaite l'expression d'une extrême naïveté qui persiste à croire que les formes du raisonnement financier font découler des jugements bien formés d'une information objective fournie en amont. C'est d'un tout autre schéma que procède en réalité la formation des jugements de la finance, qui paraissent plutôt répondre à une sorte de « modèle » à deux niveaux⁷ : au niveau supérieur, une croyance élémentaire, directrice, d'ailleurs apparentée à une disposition psychologique et finalement empruntée à un répertoire des plus sommaires – « haussier », « baissier » ; au niveau inférieur, des représentations certes plus sophistiquées et plus riches dans leurs contenus, mais placées sous la gouverne de l'« idée simple » dominante, et

profondément conformées par elle. Cette croyance directrice élémentaire recèle un véritable pouvoir *d'information* (au sens aristotélicien) du divers empirique lequel, en soi, n'implique presque jamais, de manière univoque, une interprétation particulière. Elle est ce principe de crible qui ne retient du « réel » que ce qui lui permet de se corroborer et écarte soigneusement tout le reste. Ainsi donne-t-elle leur tonalité d'ensemble à toutes les conjectures de second rang, l'inclination interprétative vers laquelle celles-ci vont toutes pencher par une sorte de biais systématique. En posture « haussière », rien de ce qui peut troubler l'euphorie ne parviendra à l'entendement financier : le déficit extérieur américain n'existe pas, les PER⁸ délirants sur les valeurs Internet sont d'audacieux et enthousiasmants paris sur l'avenir, la certitude de la prospérité est magiquement inscrite dans l'époque même, déclarée « nouvelle ère économique ». Que la croyance directrice se renverse, et l'angoisse fait feu de tout bois : l'annonce par Alcatel, en 1998, de quatre milliards de bénéfice au lieu des six prévus est une catastrophe qui mérite bien 50 % de dévalorisation en huit jours, l'Italie qui risque de ne pas tenir tout à fait ses objectifs de déficit budgétaire est un péril pour l'euro... Un jour viendra peut-être où les investisseurs en dollars, qui ne voulaient rien savoir du déficit courant américain, ne verront plus que lui, ainsi que mille autres choses qui, invisibles la veille, se mettront à leur crever les yeux.

C'est dire qu'il y a toujours dans le tissu des événements de quoi nourrir une disposition installée *ex ante*. L'information (au sens usuel) peut bien être démultipliée, ceci ne change rien au pouvoir herméneutique, pour ainsi dire « tonal », de la croyance cardinale du moment, et ne fait que fournir un matériau plus abondant à sa puissance de mise en forme. Or, parce qu'elle s'apparente à une disposition psychologique collective, cette croyance directrice n'est que peu sensible aux régulations de la rationalité informationnelle. La réalité cognitive de la finance n'est donc pas dans l'analyse rationnelle des informations. Elle est dans le primat d'une croyance élémentaire comme principe de cécité sélective – et la quantité d'information peut bien croître indéfiniment, elle n'aboutira qu'à alimenter davantage le travail permanent de la *rationalisation*. Aussi faut-il être singulièrement optimiste pour imaginer que la transparence parviendra à décourager les emballements spéculatifs. Peut-être même leur fournira-t-elle de plus nombreuses « raisons » d'être assurés d'eux-mêmes... Remarquable combinaison d'une foi naïve en l'archétype de la rationalité et du désir de ne surtout toucher à rien de fondamental de la finance déréglementée. Les expériences historiques s'accumulent pourtant qui pourraient conduire à reconnaître enfin que, de la rationalité, les marchés ne connaissent assez souvent que le simulacre de la rationalisation.

Voudrait-on une dernière intuition des impasses de la transparence qu'il suffirait d'examiner l'étrange corrélation entre la généralisation de la publication des comptes trimestriels des entreprises – indéniable « avancée » de la transparence –

et l'instabilité financière croissante due à ces petits désastres informationnels qu'on appelle les *profit warning*. La violence des réactions boursières à ces révisions de profit à la baisse en dit assez long à la fois sur le pouvoir actionnarial qui ne supporte plus de voir ses anticipations déçues, et sur les illusions de la transparence, dont les progrès, loin de calmer la finance, ne font que multiplier ces occasions de déception. De ce point de vue, on peut sans doute relire l'épisode Alcatel comme l'inauguration fracassante d'un nouveau régime de l'opinion financière, où le raccourcissement des échéances probatoires imposées aux firmes, et l'obligation qui leur est faite de produire une réalité strictement conforme aux prévisions, semblent comme une exigence d'en finir avec toute incertitude. Ce draconien resserrement de la surveillance financière, l'intolérance extrême à tout ce qui dévie des trajectoires annoncées pourraient ainsi être lus comme l'expression d'un projet insensé de domestication complète du futur – projet dont la mise en application en dépit de son caractère fantastique donne une idée du pouvoir conquis par la finance patrimoniale. Exiger que les prévisions de résultats aient valeur d'engagements certains et exposer les contrevenants à des sanctions boursières d'une rare violence sont les dispositions très concrètes de ce nouvel absolu de la finance, de cette utopie de la transparence et de la maîtrise intégrales. Perdre de 10 à 20 % dans la journée, comme à l'automne 2000 certains titres technologiques⁹, à cause de profits (ou de ventes !) trimestriels moindres qu'espérés est un non-sens économique, où il faut voir d'abord, certes, toute la fragilité d'une bulle financière chronique¹⁰, la perception d'un déséquilibre qui n'est viable que dans sa dynamique et que tout coup d'arrêt peut transformer en effondrement, mais aussi une forme d'hystérie cognitive qui, sous l'emprise du paradigme de la transparence, se met confusément à rêver d'un futur entièrement maîtrisable.

1. Au sens de la théorie « principal-agent », dont Berle et Means ont donné l'une des applications les plus connues aux relations actionnaires-managers : A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Londres, Macmillan, 1932.

2. Voir B. Amable, R. Barré, R. Boyer, *Les systèmes d'innovation à l'ère de la globalisation*, Paris, Economica, 1997.

3. Parler sans autre précision des « régulations financières asiatiques » est un peu imprudent. Le cas de la Thaïlande a peu à voir avec celui de la Corée, par exemple. Dans l'espace réduit de cet article, on se permettra néanmoins cet amalgame en pensant surtout aux cas japonais et coréen, que leurs relatives similitudes institutionnelles en matière financière autorisent à rapprocher de manière moins fautive.

4. Voir M. Aglietta, « Les dérapages de la finance japonaise », *Économie prospective internationale*, n° 51, 1992.

5. O. Davanne, *Instabilité du système financier international*, Conseil d'analyse économique, Paris, La Documentation française, 1998.

6. On fait référence aux déboires du fonds spéculatif Long Term Credit Management, pris en porte-à-faux dans ses arbitrages entre taux des obligations privées et taux des obligations publiques (voir A. Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999).

7. Voir F. Lordon, « La force des idées simples. Misère épistémique des comportements économiques », *Politix*, 2001, à paraître.

8. *Price-earning ratio*, ou rapport du cours et du bénéfice par action.

9. Intel perd 11,6 % lors de la séance du Nasdaq du 17 octobre 2000, IBM, 20 % le 18. Motorola avait perdu 21 % le 11 pour des ventes en recul... alors que ses profits étaient en hausse.

10. Voir R. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2000.