



Je pense (mal) donc j'essuie (les pertes)

IVAR EKELAND

Les bulles spéculatives résultent de différences d'évaluation du prix de revente des actions.

Au plus haut de la bulle Internet, l'histoire suivante courait les salles de marché. Un gamin passe dans Wall Street avec un chiot dans les bras. On lui demande : « Où vas-tu avec ce chien ? » « Je vais le vendre. » « Et combien en veux-tu ? » « Un million de dollars. » Il passe son chemin sous les quolibets, et un quart d'heure après il revient, sans chien, mais avec deux chatons. « Et alors, ton chien, tu l'as vendu pour un million de dollars ? » « Oui. » « Et qu'as-tu fait de l'argent ? » « J'ai acheté deux chats pour cinq cent mille chacun. »

Les bulles spéculatives ont existé bien avant Internet. Je renvoie le lecteur à *L'argent*, de Zola, où il en trouvera un magnifique exemple, suivi dans son environnement naturel d'escrocs et de naïfs. L'explication classique de ces bulles est qu'elles reposent sur une hypothèse de hausse continue et indéfinie des cours : les prix sont très élevés aujourd'hui, mais si j'achète à ce prix-là, je suis sûr de revendre encore plus cher demain. Quel meilleur emploi pour les profits ainsi réalisés que de les réinvestir, afin qu'eux aussi fassent des petits ? Ainsi, plus les prix grimpent, plus ils attirent d'argent ; le jour où ils cessent de monter, la demande s'effondre, et le film se déroule en sens inverse : comme les investisseurs enregistrent des pertes, ils cherchent à réaliser leurs profits antérieurs, tout le monde est vendeur en même temps, il n'y a plus d'acheteur, et les prix dévalent la pente.

Le malheur dans cette explication est qu'on ne voit guère pourquoi tout le monde pense que le titre va monter indéfiniment. Par ailleurs, elle cadre mal avec les faits. Si je pense qu'un titre va monter, on voit mal pourquoi je le vendrai aujourd'hui pour le racheter demain : j'aurai plutôt tendance à le garder, comme cela, j'éviterais les coûts de transaction. Or l'une des caractéristiques des bulles spéculatives est, au contraire, une frénésie de transactions. Enfin, elle ne rend pas compte de certains phénomènes : durant deux mois de 2000, par exemple, la capitalisation boursière de *3Com* a été inférieure à la seule valeur de la part qu'elle détenait de l'une de ses filiales, *Palm*. Comment la valeur du tout pourrait-elle être moindre que celle de la partie ?

José Scheinkman et Wei Xiong, de Princeton, ont proposé un modèle plus convaincant des bulles spéculatives. Leur idée est que les investisseurs ne font pas tous les mêmes prévisions et comme chacun accorde une confiance exagérée à sa propre opinion, c'est de cette divergence exacerbée que naissent les bulles. En théorie financière orthodoxe, la valeur d'une action, sa valeur fondamentale, est la valeur actuelle des dividendes futurs. La définition est bien sûr insuffisante : les intervenants ne détiennent pas leurs actions assez longtemps pour toucher beaucoup de dividendes et ce qui les détermine, c'est le prix auquel ils pourront revendre le titre, la valeur optionnelle.

On tourne en rond : pourquoi le détenteur du titre pourrait-il revendre le titre à un prix différent de la valeur fondamentale ? Parce que, cette fameuse valeur fondamentale, personne ne la connaît : il faudrait pour cela connaître les dividendes futurs et ils sont entachés d'une grande incertitude. C'est là que se déploie le savoir-faire des analystes financiers qui, évaluant les cours

antérieurs et leurs informations, proposent une évaluation de la valeur fondamentale. Il est vrai que cette valeur des analystes est plus ou moins suivie par les acheteurs et les vendeurs, sinon il n'y aurait pas d'échanges, mais dans le cas des bulles, les valeurs optionnelles sont extrêmement différentes.

L'intuition de J. Scheinkman et W. Xiong est que, même si les informations sont les mêmes pour tous, chaque analyste privilégie certaines sources et évalue différemment la valeur fondamentale. Ce qui va déclencher les échanges. L'investisseur dont l'évaluation est la plus forte achètera le titre, aux yeux de ceux qui le lui vendront, plus cher qu'il ne vaut. Un peu plus tard, l'évolution naturelle du flux d'information pourra faire que la situation se renverse, et que l'acquéreur, devenu à son tour pessimiste, revende le titre à son ancien détenteur, devenu entre-temps optimiste. La différence d'évaluation alimente donc un flux permanent d'échanges. Elle déconnecte également la valeur optionnelle de la valeur fondamentale. En effet, chaque investisseur, faisant confiance à ses propres sources d'information, calcule sa valeur fondamentale du titre. Mais il sait que les autres investisseurs, faisant confiance à d'autres sources, vont calculer la valeur fondamentale d'une autre manière, qu'il estime erronée, mais qui est la valeur à laquelle il pourra leur revendre le titre. En d'autres termes, la valeur fondamentale de l'acheteur est la valeur optionnelle du vendeur. Enfin, pas exactement, car l'acheteur, dans sa propre évaluation, fait le même genre de calcul, et pense qu'il pourra me revendre le titre à un cours différent de ce qu'il estime être sa valeur fondamentale. Il y a une certaine circularité dans la définition correcte de la valeur optionnelle, mais les économistes ont l'habitude de cela et s'en sortent très bien.

On définit ainsi une valeur optionnelle, différente de la valeur fondamentale : nous voilà rentrés dans la bulle spéculative. Les échanges se multiplient et les cours se maintiennent à un niveau très au-dessus de la valeur fondamentale. C'est là un des traits les plus remarquables du modèle de J. Scheinkman et W. Xiong : les prix n'explorent pas indéfiniment, ils se stabilisent à un niveau élevé. Bien entendu, au fil du temps, à force de confronter les prévisions à la réalité, ces différences s'estompent et la bulle se résorbe. Mais l'expérience prouve qu'une confiance inébranlable dans sa propre opinion est un des traits les mieux attestés de notre nature et que nous sommes capables de maintenir une opinion erronée contre vents et marée. Selon certains résultats expérimentaux, par exemple, les événements cités par les sujets comme ayant moins de deux pour cent de chances de se produire se réalisent dans 40 pour cent des cas.

Pourquoi alors *3Com* vaudrait-il moins cher que sa filiale *Palm* ? C'est que les fluctuations d'opinion sur *Palm* étant plus importantes que sur *3Com* (parce que celle-ci a d'autres participations qui la stabilisent), on a plus de chances de trouver un jour un gogo qui vous rachète l'action *Palm* à un prix exorbitant que d'en trouver un qui vous rachète l'action *3Com* au-dessus de sa valeur fondamentale.