

## Le krach qui se profile à l'horizon, par Paul Jorion

5 juillet 2008

La tendance baissière qui s'est installée sur les marchés est-elle annonciatrice d'un effondrement soudain ? Paul Jorion rappelle les circonstances qui ont provoqué les krachs de 1929 et 1987 et décrit les mécanismes à l'oeuvre lors de ces journées où la seule certitude c'est qu'il faut vendre - à n'importe quel prix.

Par Paul Jorion, 4 juillet 2008

*Ce texte est un « article presslib' » (\*)*

La bourse de New York a connu deux krachs : le premier en octobre 1929 et le second, en octobre 1987. Les krachs n'ont pas nécessairement grand-chose en commun à part le fait que les prix baissent de manière catastrophique en raison d'un déséquilibre énorme entre le nombre de vendeurs potentiels et celui des acheteurs devenus extrêmement rares. Un krach boursier est, dans le langage des physiciens, un événement « critique » : un système dynamique fonctionne de manière relativement stable à un certain régime et se retrouve brutalement à un autre régime où il regagne une certaine stabilité [1].

Durant un krach, on observe pour chacun des titres cotés de longues périodes d'inactivité totale, suivies de la réapparition de transactions à un prix se reconstituant à un niveau bien inférieur au précédent sans qu'aucune transaction n'ait eu lieu à des niveaux de prix intermédiaires. Comme les clients ont souvent laissé des ordres de vente du type : « Vendez quand le prix X est atteint à la baisse » et que ce niveau a alors été complètement enfoncé, le marché tourne au chaos, les courtiers cherchant auprès de leurs clients la confirmation qu'ils sont toujours vendeurs mais cette fois à un prix beaucoup moins élevé que celui que spécifiait leur ordre, voire « à n'importe quel prix », comme ce fut souvent le cas en 1987.

Les krachs de 1929 et de 1987 furent tous deux alimentés par ce qu'on appelle les « appels de marge » : le fait que les ordres des intervenants étant garantis par un fonds de réserve personnel représentant une fraction (la « marge ») du montant des transactions, ce fonds s'épuise à mesure que les cours dégringolent, et qu'il est alors exigé de ces intervenants qu'ils le réapprovisionnent d'urgence, ce qui les force à vendre certains des titres qu'ils détiennent, poussant encore davantage à la baisse la cote de ces derniers. En 1987, dans un contexte similaire, les choses se compliquèrent encore en raison du développement entretemps du marché des options et d'une stratégie dite de program trading, « opérations programmées », permise par l'informatisation alors récente et qui met en jeu une couverture des opérations que l'on passe en bourse (achat ou vente), c'est-à-dire au comptant, par des positions prises en sens inverse sur le marché à terme (vente ou achat). Les délais entre opérations sur ces deux marchés conduisirent à des situations tout à fait paradoxales où le vendeur devait s'acquitter d'une prime substantielle pour avoir le droit de vendre plusieurs semaines plus tard un paquet d'actions à un prix inférieur à celui qui s'affichait alors sur le marché au comptant.

On explique souvent les krachs par la « psychologie des foules » au sens de Gustave Lebon. Il s'agirait avec eux d'un effet de mimétisme : un bruit se répandrait parmi les acteurs présents sur les marchés : « Il faut vendre ! » et chacun copiant son voisin, tout le monde vendrait sans que plus personne n'achète. Ce genre de comportement de foule s'observe sans doute chez les lemmings et chez les êtres humains en proie à la panique lors d'un désastre, mais pour ce qui touche aux marchés boursiers, les krachs s'expliquent beaucoup mieux par un simple calcul économique : si tout le monde vend en même temps, c'est tout bonnement parce que le produit est soudain devenu une très mauvaise affaire. Pas besoin pour cela d'invoquer le « mimétisme » puisqu'il s'agit d'une constatation que chacun peut faire pour son compte, sans se préoccuper de ce que pensent ou font les autres. Bizarrement, certains commentateurs expliquent ces situations en termes d'« incertitude du marché », or c'est le contraire qui est vrai : les krachs résultent du fait qu'une majorité d'intervenants sont absolument certains de la décision à prendre : « Vendre ! » [2]

Il existe un rapport - même s'il fluctue et est un peu « conventionnel », au sens de « résultant d'un consensus » - entre la valeur comptable d'une entreprise et son cours en bourse. Si cette valeur devait être réévaluée à un niveau significativement inférieur à son niveau présent, ceci se refléterait sur la cote de l'action, qui chuterait et subirait un krach individuel. Si de tels mini-krachs avaient lieu simultanément sur un marché, disons à la bourse de New York, celle-ci connaîtrait un krach. Pour que ces mini-krachs soient simultanés il suffit que les entreprises subissent toutes les effets d'une même cause ou bien que leur bonne santé financière soit interconnectée. Une cause commune pourrait être le fait que les ménages n'ont plus d'argent parce que les salaires ont tendanciellement baissé au cours des trente dernières années et que le prix de la nourriture monte en flèche en raison de la spéculation par les fonds de retraite et par les fondations universitaires américains, ou bien parce qu'ils avaient pris l'habitude de doper le budget familial par l'emprunt : en mettant en gage la valeur de leur logement et que celle-ci étant en train de fondre, cette source s'est tarie. Une autre cause affectant l'ensemble des consommateurs pourrait être l'augmentation du prix du pétrole, qui les ferait fuir en masse les compagnies automobiles comme Chrysler, General Motors ou Ford dont la gamme contient essentiellement des véhicules bâfreurs de carburant. Quant à l'interconnexion des entreprises, elle interviendrait par exemple si elles avaient parié entre elles sur leur bonne santé mutuelle à l'aide d'outils financiers tels que les Credit-Default Swaps pour un montant qui s'élèverait à 62 000 milliards de dollars.

Ceci dit - les physiciens l'ont démontré - le moment où un krach, « événement critique », aura effectivement lieu est lui imprévisible.

Article communiqué par [Paul Jorion](#)

*\* Un « article presslib' » est libre de reproduction en tout ou en partie à condition que le présent alinéa soit reproduit à sa suite. Paul Jorion est un « journaliste presslib' » qui vit exclusivement de ses droits d'auteurs et de vos contributions. Il pourra continuer d'écrire comme il le fait aujourd'hui tant que vous l'y aiderez. Votre soutien peut s'exprimer [ici](#).*