

Les marchés sans mythes *

Mathias Emmerich

*Conseiller référendaire à la Cour des comptes ***

L'ouverture des économies et la sophistication croissante des techniques financières, auxquelles s'ajoutent, de manière plus conjoncturelle, les phénomènes de spéculation massive, les krachs retentissants ou les batailles monétaires, ont placé les marchés sur le devant de la scène publique. Dans la presse ou le discours des hommes politiques, les marchés financiers apparaissent le plus souvent comme une réalité mystérieuse, irrationnelle et néfaste qui diminuerait fortement la souveraineté nationale et contraindrait négativement l'économie réelle.

Qu'en est-il véritablement ? Le présent article ne vise pas à épuiser le débat économique, mais à combattre la représentation mythique qui est donnée des marchés. En décrivant les acteurs, leurs interrelations et leurs déterminants principaux de comportement, il redonne au phénomène son vrai visage, c'est-à-dire son visage humain. C'est un peu court, dira-t-on ! C'est en tout cas une étape nécessaire de la discussion sur le rôle des marchés : sortir de la diabolisation abstraite pour découvrir la réalité effective ; mieux comprendre le fonctionnement pour, éventuellement, mieux le maîtriser.

Les marchés financiers sont fréquemment mis en cause : par l'opinion ou les dirigeants politiques qui refusent de voir la politique de la France se faire à la corbeille ; par les dirigeants d'entreprise ou certains économistes qui mettent en cause leur volatilité excessive, leur horizon limité, leur insensibilité aux enjeux et à la complexité de l'économie réelle. La part de la spéculation sur les marchés viendrait à l'emporter sur leur rôle traditionnel et essentiel. Celui d'outil de pilotage pour les dirigeants et les investisseurs, de vecteur de mobilité des capitaux favorisant la bonne allocation d'une épargne limitée, de lieu privilégié de collecte de capitaux pour les Etats et les entreprises.

L'internationalisation des marchés, leur dématérialisation, la multiplication des stratégies agressives (*hedge funds*, arbitragistes...), le développement des marchés dérivés et des instruments de gré à gré

* Cet article, rédigé en octobre 1995, a été publié dans les Notes de la Fondation Saint-Simon en janvier 1996.

** et ancien adjoint du chef de service des opérations et de l'information financière à la COB.

avec effets de levier : autant d'éléments qui feraient, des marchés financiers, des monstres ingouvernables dont les variations de plus en plus erratiques viendraient entraver la marche en avant de l'économie réelle. Ainsi, les marchés, lieu central et mythique de l'économie capitaliste, seraient en train de subir une formidable mutation : opérateurs de richesse, ils deviendraient progressivement un maelström échappant à toute logique ou contrôle et menaçant, en définitive, de dévorer ses propres enfants.

Ce sentiment, loin d'être également partagé entre tous les pays et tous les acteurs ¹, semble particulièrement vif en France. Il faut certainement incriminer l'exception française faite d'une confiance renouvelée dans le rôle indispensable de l'Etat comme régulateur économique et d'une méfiance maintenue envers les forces du marché, qu'il s'agisse du marché du travail ou de celui des capitaux. Mais, au-delà, la dépossession des marges de manœuvre du politique s'incarne dans le primat du franc fort et l'indépendance de la Banque de France, tribut payé par la démocratie aux forces obscures du marché. Les marchés concentrent sur eux un feu nourri de critiques, souvent contradictoires : absence de régulation efficace, volatilité excessive, complexité croissante, déconnexion du réel, dépossession du politique, transparence insuffisante, perte de souveraineté... qui évitent souvent de s'interroger sur le rôle des acteurs et le mode de régulation de cet « espace social virtuel ».

En effet, les marchés financiers constituent, avant tout, un lieu d'échanges, non pas de flux financiers, mais d'informations entre des agents dont les positions et les rôles sont multiples, voire réversibles. La mythification des forces du marché désincarnées, insaisissables dans une économie monde virtuelle permet de se dispenser de s'interroger sur la nature des agents, leurs motivations et les réseaux de relations qui régulent leurs comportements. Les premiers d'entre eux, par la taille et l'importance des messages délivrés, sont aujourd'hui paradoxalement des agents publics : Etats, institutions financières publiques, nationales ou internationales, instituts d'émissions (Federal Reserve, Bundesbank, Banque de France...), instituts de conjoncture, souvent publics, publiant des indices sur l'évolution des prix, l'utilisation des capacités de production, l'investissement, la croissance, le chômage, la balance des paiements...

Aussi le jeu ne met-il pas face à face investisseurs et émetteurs ou forces du marché et puissances étatiques, mais organise un réseau d'interrelations entre Etats (émetteurs, régulateurs, informateurs), instituts d'émission, émetteurs privés et investisseurs (nationaux, internationaux, personnes physiques, fonds de pension, compagnies d'assurances, arbitragistes...), intermédiaires financiers intervenant pour comptes propres ou pour comptes de tiers. Ce jeu a besoin, pour fonctionner, d'autres agents régulateurs que sont les agences de presse assurant la diffusion immédiate des informations dans les salles de

1. En dépit d'avatars affectant l'ensemble des marchés de la planète.

marché, les analystes financiers qui trient et expertisent la multiplicité des informations diffusées par chacun des agents, la presse financière qui relaie et amplifie les messages délivrés, les agences de notation qui expertisent la capacité des acteurs à faire face à leurs engagements, les autorités de marché qui régulent et surveillent les acteurs et les transactions.

Le marché, loin d'être un lieu technologique froid et déshumanisé dans lequel les transactions informatisées, les écrans, les logiciels d'arbitrages auraient banni les hommes, est au contraire un espace social où une multitude d'acteurs peuvent interagir en échangeant des informations, des opinions, des sentiments, voire des rumeurs, avec une vélocité inusitée et des conséquences souvent brutales et instantanées.

Cette article essaie de décrire les positions et les comportements des acteurs principaux. L'accent est porté sur la pluralité des acteurs et le rôle déterminant des agents publics, qui sont solidement ancrés au cœur des marchés, même si leur position est parfois inconfortable ou contestée. Cette analyse tend également à montrer que, loin d'être un lieu froid, les marchés attachent une attention très grande aux discours des agents, à la qualité du dialogue entre eux et à la confiance qui tient moins à la rapidité des flux d'échanges qu'à la durée et à la profondeur des relations nouées. La seconde partie s'interroge sur deux des critiques les plus usuelles énoncées à l'encontre des marchés : leur irrationalité et leur empiètement sur le politique. Si ces deux accusations méritent d'être discutées avec attention, elles relèvent souvent d'une insuffisante prise en compte des liens tissés entre les acteurs et des jeux ambigus qui se nouent entre eux. En contrepoint, l'analyse du marché français permettra de comprendre comment sur un marché de petite taille, fortement dépendant des acteurs internationaux, les tensions perceptibles sont exacerbées et comment le sentiment de dépossession et d'impuissance qu'elles engendrent peut être accru.

Les acteurs

Les émetteurs privés

Les fonctions du marché

Les émetteurs recherchent sur les marchés des financements à des conditions plus favorables que celles que peuvent leur offrir directement les banquiers. Qu'il s'agisse de fonds propres ou de titres de créances, l'enjeu est d'obtenir des conditions de prix d'émission et de taux favorables pour la société et de s'adresser à des investisseurs

diversifiés, diluant la relation de dépendance pouvant naître des liens directs tissés avec un banquier ou un groupe d'établissements dirigé par un chef de file.

L'accès au marché financier permet de dégager des externalités positives pour la société en face de ses partenaires commerciaux, industriels et financiers. Il crédibilise la structure, confère une certaine renommée, voire une certaine respectabilité, améliore la transparence et la diffusion de l'information financière et comptable, renforce la confiance dans l'émetteur à travers la surveillance exercée par les autorités boursières et les agences de notation.

La cotation sur un marché permet également, et c'est sans doute là l'une des fonctions les plus difficiles à maîtriser pour l'entreprise, de mesurer en temps réel la position concurrentielle et stratégique de l'entreprise sur son marché, son cours de bourse reflétant et anticipant l'appréciation portée par les partenaires financiers sur les choix des dirigeants.

L'évolution des cours de bourse est un indicateur de la qualité de la stratégie suivie, ou plutôt perçue par l'environnement de l'entreprise, ainsi que de la confiance portée aux dirigeants. Cette fonction normative du marché est délicate à gérer. Elle est en effet gouvernée tant par des facteurs objectifs (qualité et intérêt des produits développés, marchés obtenus, gains de productivité, découvertes et innovation...) que subjectifs : force de conviction des dirigeants, transparence et qualité de la communication financière, confiance dans l'éthique du groupe...

Ces critères, dont les uns sont objectifs et quantifiables et dont les autres sont subjectifs et peuvent donner lieu à manipulations, jouent à part égale dans l'appréciation des marchés. D'où la grande volatilité des titres et la réversibilité des mérites qu'elle souligne. Si les parts de marché ont une certaine viscosité, la confiance ou la réputation peuvent basculer avec rapidité et avoir des conséquences boursières tout aussi radicales.

La confiance

La difficulté du jeu et du dialogue avec les marchés est accrue par l'imprévisibilité des conséquences d'annonces quantifiables de même nature et de même sens, en particulier lorsque des politiques de provisionnements massifs sont annoncées. Les émetteurs tentent de se frayer un chemin entre la volonté de souligner leur capacité à dégager un résultat récurrent en hausse et la nécessité de remettre à plat périodiquement la valeur de certains actifs au risque d'affecter ponctuellement leur rentabilité immédiate pour favoriser leur rentabilité future. La difficulté du jeu réside dans l'appréciation ex ante de la réaction du marché qui, selon la confiance accordée aux dirigeants, l'histoire financière et industrielle de la société, le jugement qualitatif

porté sur la pertinence et la transparence des résultats et des remises à plat annoncés, accordera ou non crédit à la politique proposée.

Les analystes financiers jouent un rôle de plus en plus essentiel dans la traduction par les marchés des résultats annoncés par les groupes. Le niveau de résultat annoncé et sa tendance par rapport aux exercices antérieurs sont de moins en moins pertinents pour anticiper la réaction des marchés. Les annonces sont analysées, auscultées, décortiquées à l'aune des attentes des analystes et tout écart par rapport aux espérances de la place est sanctionné. Tout se passe comme si, en définitive, le résultat de la société était moins en cause que sa capacité à produire de la lisibilité, du sens. De la même manière, les analystes réagissent aux composantes du résultat, à la politique de provisionnement, au niveau des soldes intermédiaires de gestion, à la permanence ou aux changements jugés pertinents ou non des méthodes comptables, qui sont autant d'instruments permettant de juger la qualité et la transparence de la relation de l'entreprise avec son marché.

La clé est en réalité autant psychologique et affective que purement financière et comptable. Certes, les marchés ne sont pas omniscients et peuvent se tromper sur le caractère durable d'une capacité bénéficiaire ou sur la sincérité d'un résultat dégagé. Mais, c'est l'équation personnelle d'un dirigeant et d'une équipe et la relation de confiance tissée dans la durée avec une société qui orientera la réaction du marché davantage que la donnée comptable objective dont la lecture est souvent ambivalente. Les données produites par les entreprises étant de plus en plus difficiles à appréhender directement en raison de la multiplicité des référentiels (normes françaises, IASC, US GAAP) et des conventions comptables, des changements de méthodes opérés et de la complexité de l'élaboration des comptes consolidés, les éléments quantifiables ont tendance à perdre de leur importance dans le jugement des marchés par rapport à la politique de communication financière prise au sens large.

L'entreprise cotée tente donc de nouer avec le marché, c'est-à-dire les analystes et les investisseurs, un dialogue qui repose sur la transparence, la permanence, l'exhaustivité des informations diffusées. Les données financières ne sont rien si elles ne sont pas délivrées dans un climat de confiance qui permet d'éprouver leur vérité. En la matière, les marchés, loin d'être orientés simplement par des informations parcellaires successives, sont dotés d'une mémoire longue. Les entreprises tracent, dans la durée, une histoire passionnelle avec les marchés qui, en retour, les créditent de leur volonté de dialoguer réellement avec eux ou de leur tentation de se jouer de leurs partenaires.

L'information financière et ses conséquences boursières, loin d'être un art prévisible, s'apprécie à travers le prisme réfléchissant de la confiance qui peut, brutalement, se retourner et prendre à contre-pied les anticipations des dirigeants. La multiplication de réunions avec les investisseurs et les analystes, à travers des cérémonies aux noms anglo-saxons aussi stimulants que *road-shows* et *one and one* vise à

développer ces relations directes qui, seules, permettent de poser les jalons d'une relation stable, parce que directe et humaine, entre les dirigeants de l'entreprise et les investisseurs.

Le contrat moral

On assiste donc à un mouvement de sophistication croissante des marchés à travers la dématérialisation des transactions, les programmes de négociation, l'internationalisation des flux, l'instantanéité des ordres et, dans le même temps, au développement du contrat moral passé entre les dirigeants des sociétés et leurs partenaires sur le marché : gestionnaires de fonds, gestionnaires et analystes bancaires, investisseurs privés... Ce contrat moral qui s'articule autour des notions phares de transparence des comptes et de l'information, d'égalité de traitement des actionnaires, de responsabilité des dirigeants et d'indépendance de jugement des administrateurs, détermine fortement l'image de la société et, en définitive, l'intérêt du marché pour les émetteurs. La prise de conscience de la centralité du contrat moral, passé entre le collecteur de capitaux et les investisseurs, s'est traduite dans les pays anglo-saxons et, plus récemment en France, par l'émergence du concept de *Corporate governance* ou gouvernement d'entreprise dans sa traduction française la plus communément retenue.

Le succès de cette notion tient, pour une part, à la volonté des émetteurs d'afficher, à travers des chartes et comités d'audit ou d'actionnaires, leur souci de transparence et de bonne morale financière. Au-delà, l'outil du *Corporate governance* est une réponse à la volatilité croissante des marchés et des investisseurs qui fragilise la position des sociétés et de leurs dirigeants. Le *Corporate governance* permet de produire du consensus et de la loyauté autour de l'entreprise et de tenter de fidéliser les investisseurs dans le long terme.

Le retard de la France en ce domaine est immense, car il n'existe pas de tradition véritable de respect de l'actionnaire. Le droit des sociétés en France ne repose pas sur la responsabilité des administrateurs vis-à-vis des investisseurs, mais vis-à-vis de l'intérêt social qui est plus large que le simple profit actionnarial puisqu'il englobe l'intérêt des salariés et celui de la personne morale dans son ensemble. Ce retard est dû également au mode de régulation de la vie économique et financière qui repose beaucoup moins que dans les pays anglo-saxons sur l'arbitrage de la justice dans les conflits et sur le primat accordé par elle aux intérêts des actionnaires par rapport à toute autre considération. Le mouvement vers le *Corporate governance* vise à combler ce retard en définissant des règles de comportement et des modes de régulation plus attentifs à l'intérêt des actionnaires au sein des groupes. Mais, cette soudaine moralisation des comportements, souvent aiguillonnée par des déboires judiciaires, ne peut se révéler efficace que si la pression des investisseurs permet de dépasser le stade de la mise en scène de la vertu pour imposer un changement réel des rapports de force.

En définitive, les moyens techniques rapides et sophistiqués dont disposent les marchés renforcent l'attention portée à l'analyse et à la connaissance intime, psychologique des sociétés et de leurs dirigeants. Dans un monde où l'on peut arbitrer à tout moment entre les milliers de sociétés inscrites à la cote de dizaines de places financières, le besoin de sécurité et de confiance n'a jamais été aussi grand. Les arbitrages sont souvent brutaux et font subir aux marchés des chocs violents, mais on ne saurait les analyser en ce qui concerne les sociétés prises individuellement comme des chocs exogènes. Les investisseurs ne font que répondre sur le marché sous forme de flux de transactions aux informations ou aux stratégies des sociétés. La difficulté vient cependant du niveau d'exigence croissant des analystes et des investisseurs en termes d'indicateurs de performance et de stratégie, de la difficulté croissante à prévoir l'impact des annonces et de la brutalité des corrections opérées sur des marchés volatiles.

Les Etats émetteurs

La normalisation des Etats

Les Etats se trouvent, de plus en plus, dans une situation de concurrence et de dépendance face aux investisseurs. L'époque où la prime aux signatures étatiques était acquise est bel et bien révolue. La crise de la dette des pays du Sud, le surendettement de certains pays riches (Belgique, Italie...), l'importance des fluctuations monétaires sont autant de facteurs qui viennent remettre en cause le privilège d'endettement dont bénéficiaient les Etats. Aujourd'hui, les investisseurs nationaux et, surtout, internationaux ne prêtent plus les yeux fermés aux puissances publiques de quelque pays que ce soit. Ils ont fait l'expérience, parfois amère, que les mouvements monétaires à travers les parités de change, pouvaient sanctionner, aussi violemment que l'inflation dans les années soixante-dix, les Etats peu vertueux. C'est le cas notamment des investisseurs japonais qui ont financé le déficit budgétaire des Etats-Unis et encaissé de plein fouet la chute du dollar face au yen.

Les Etats se retrouvent donc, peu ou prou, dans des situations proches des investisseurs privés : leurs « comptes » sont analysés et leur politique budgétaire soumise à un examen scrupuleux. Les jugements portés par les analystes et les investisseurs sont immédiatement traduits dans les parités monétaires, les écarts de taux obligataires et dans l'intérêt des investisseurs internationaux pour les titres de la dette publique. Ce phénomène, qui ira en s'amplifiant, est souvent à l'origine du sentiment communément diffusé d'une dépossession du politique en face de la toute-puissance des marchés. Rappelons toutefois, pour ramener les choses à leur juste proportion, que la « banalisation » du statut de l'Etat emprunteur doit beaucoup à la volonté des gouvernements et correspond à un choix politique. Les

gouvernements ont en effet initié des décisions essentielles qui, toutes, contribuent à renforcer la place accordée par les marchés à la vertu budgétaire et à la crédibilité monétaire : refus du financement monétaire du déficit budgétaire, indépendance des instituts d'émission, politiques de lutte contre l'inflation qui interdisent la résolution monétaire des impasses budgétaires accumulées.

Les Etats sont donc les premiers responsables de la contrainte qui pèse aujourd'hui sur eux. Ils ont fait le choix de la vertu, considérant que, macro-économiquement, il était le plus juste, le plus efficace et le seul possible dans un monde de compétition internationale. Ils sont néanmoins encore réticents à en payer le prix dans leur politique quotidienne : le jugement permanent exercé par les marchés sur la politique économique des Etats.

Les Etats sous surveillance

Il n'est en effet pas de décision politique qui n'ait de traduction budgétaire. En ce sens, les gouvernements sont en permanence soumis à l'appréciation portée par les marchés sur leur politique. De plus, les gouvernements qui souvent usent ou tentent d'user d'artifices budgétaires et comptables pour « placarder » des effets d'annonce sont soumis à la même surveillance que les emprunteurs privés. Il ne suffit plus de lancer un chiffre en pâture aux marchés pour qu'analystes et investisseurs, l'œil humide, se réjouissent des efforts déployés par le gouvernement pour réduire les déficits. Les marchés s'interrogent sur les choix et les priorités budgétaires de l'Etat comme ils le font sur les stratégies des entreprises. Ils mesurent les efforts de rigueur comme ils apprécient les plans de restructuration. Ils soupèsent l'accroissement de la pression fiscale et en déduisent l'incidence sur la croissance économique. Ils auscultent les progressions de dépenses et de recettes affichées à la lumière des références de base retenues et apprécient la sincérité de l'exercice budgétaire en prenant en compte les écritures de trésorerie, les impasses, les tentatives de débudgétisation.

La contrainte qui pèse sur les Etats est d'autant plus forte qu'ils sont soumis en permanence à l'examen de leur stratégie économique, budgétaire et monétaire par des grandes institutions internationales (FMI, OCDE) ou nationales (parlements, instituts d'émission, Cour des comptes), et par des instituts de conjonctures (OFCE, INSEE en France...), qui contribuent à fonder la position des marchés. Il faut noter que nombre de ces contre-pouvoirs dans le monde financier font partie de la sphère publique ; on ne se trouve donc nullement dans un dialogue entre, d'une part, des Etats acculés et de l'autre, des financiers « anonymes et apatrides », mais dans un tissu de relations entre des acteurs publics ou privés qui, selon leurs intérêts et leurs positions, confrontent ou confortent leurs analyses respectives.

L'exemple du Gouvernement français actuel qui s'est heurté lors de la session budgétaire aux critiques de l'OCDE et aux observations de

la Cour des comptes sur l'état financier de la France, pour ne citer que deux contre-pouvoirs, est sur ce point illustratif. L'OCDE (1995) concluait son analyse sur la France par ces termes : « Les objectifs ambitieux que le Gouvernement s'est assignés en matière de création d'emplois appellent un effort accru de maîtrise des dépenses publiques car, pour financer les mesures nouvelles, il faudra dépenser moins dans les secteurs faiblement prioritaires. La solution consistant à alourdir la fiscalité n'est qu'un pis-aller car elle n'entraîne, pour l'essentiel, qu'une redistribution des revenus avec un impact limité sur la création d'emplois. Un assainissement budgétaire fondé sur une limitation des dépenses, ne devrait pas sensiblement freiner la croissance, comme le montre l'expérience d'autres pays. Au contraire, il devrait inspirer confiance aux marchés financiers, contribuer à une baisse des taux d'intérêt et dégager les ressources nécessaires à une croissance forte et non inflationniste du secteur privé ». Simultanément, la Cour des comptes (1994) relevait dans son rapport sur l'exécution des lois de finances que : « La dette de l'ensemble des administrations publiques a été en France, en 1994, de 3 568 milliards, soit 48,7 % du PIB à comparer à 45,8 % en 1993 et à 35,8 % en 1991. La progression a donc été forte et rapide ».

Les gouvernements soumis à une revue de détail d'organismes indépendants nombreux et puissants dans l'ordre interne ou dans l'ordre international ne sont plus à même de gérer leur calendrier économique et budgétaire et leur politique d'annonces vis-à-vis des marchés sans en tenir compte. La crédibilité des gouvernements est contestée de l'intérieur même de la sphère publique et les contre-pouvoirs qu'ils ont mis en place pour renforcer les contrôles démocratiques ou technocratiques de leurs politiques nourrissent en permanence l'humeur des marchés. Les gouvernements ne sont plus à même d'annoncer le déficit budgétaire programmé en assénant *ex cathedra* la bonne parole. Ils sont soumis à la question, critiqués et, en définitive, sanctionnés par la hausse des taux et les attaques contre les monnaies dans les heures qui suivent leurs annonces. En cela, leur situation se banalise par rapport aux autres agents économiques et demande que leur pratique s'adapte à cette réalité nouvelle.

Le dialogue avec les marchés

Il est vain de déplorer la contrainte nouvelle qui pèse sur les Etats. Il faut au contraire que les pouvoirs publics intègrent dans leur stratégie globale la puissance des marchés comme une des données majeures. Cela implique de passer avec les marchés le même contrat moral que celui que passent les entreprises : transparence de l'information, clarté de la stratégie, qualité du dialogue.

Les effets d'annonce sont désormais pour les Etats aussi difficiles à manier qu'ils le sont pour les émetteurs privés. Il ne suffit plus d'asséner un niveau de déficit budgétaire prévisionnel, ou de croissance des dépenses publiques, pour apaiser la préoccupation des

emprunteurs ; il faut être non seulement crédible mais cru. Les marchés en quelque sorte ne se payent plus de mots. Les effets d'annonce conservent bien évidemment leur place, mais ils ne suffisent plus à pallier les insuffisances des politiques menées.

Cette contrainte plus forte qui pèse sur les Etats est amplifiée par l'incidence qu'elle exerce sur l'ensemble des autres acteurs économiques. Toute crise de défiance vis-à-vis de la politique économique et budgétaire de l'Etat se répercute immédiatement sur l'ensemble d'une place financière et des autres agents économiques : hausse des taux d'intérêts monétaires, désengagement des investisseurs internationaux, hausse des écarts de rendements obligataires, baisse du marché des actions, tensions monétaires... L'influence de la politique économique des Etats sur les places financières est d'autant plus forte que l'équilibre entre les stocks de richesses présents sur les marchés est défavorable aux émetteurs privés. Lorsque la dette publique occupe une place déterminante sur un marché, tous titres confondus, comme cela est le cas en France, les marchés accordent une attention particulière à l'Etat émetteur et, nonobstant les politiques menées par les autres émetteurs, l'ensemble de la place sera gouvernée par l'appréciation portée sur la politique publique.

L'exigence de qualité dans le dialogue entre les acteurs publics et les investisseurs est aujourd'hui essentielle. Les phrases à l'emporte-pièce ne sont pas de nature à instaurer ce dialogue. Les investisseurs n'éprouvent ni pitié ni compassion. La dramatisation n'est, en aucun cas, susceptible de pallier les carences de l'analyse et de la politique mise en œuvre.

Inversement, un certain nombre de règles minimales de bonne conduite sont susceptibles, au-delà même des décisions politiques prises, d'améliorer la qualité du dialogue. La première règle consiste à prendre les marchés au sérieux, c'est-à-dire de ne pas tenter de les intimider ou de les tromper par des propos à l'emporte-pièce. La seconde consiste à conserver une ligne et un discours cohérent dépourvu d'emphase et de dramatisation. La troisième à harmoniser les propos tenus entre les membres du gouvernement, la cacophonie, les contradictions, au-delà du fond du discours, provoquant des effets déplorables. Il faut également respecter la place assignée par les institutions aux différents acteurs, les tentatives d'intimidation vis-à-vis des banques centrales ou du parlement étant contre-productives. Enfin, il est indispensable de tracer des perspectives claires vis-à-vis des marchés en termes de calendrier, tout sentiment de bouleversement des priorités et des échéances étant perçu comme un aveu de faiblesse.

En réalité, l'ensemble de ces règles qui s'apparentent à celles s'imposant aux autres émetteurs sont affaire de bon sens et de professionnalisme dans l'approche des acteurs du marché. Une telle exigence est-elle indigne des préoccupations d'un gouvernement démocratiquement élu ? A défaut d'une adhésion enthousiaste à cette rigueur nouvelle, il pourrait faire de nécessité vertu.

Un dialogue politique

Au fond, et paradoxalement, le mode de raisonnement des marchés en face des agents étatiques est autant politique que financier. Les investisseurs et les arbitragistes s'intéressent davantage aux signaux politiques (conformité des actes aux discours, cohérence de la stratégie, unité de vue et d'action du gouvernement, capacité à affronter les lobbies...), qu'aux équilibres comptables et budgétaires. En ce sens, l'approche par les marchés des politiques étatiques se confond avec la quête de confiance qu'ils mènent en face des entreprises privées.

Cette évolution particulièrement perceptible dans le cas français remet-elle en cause la démocratie et entrave-t-elle le libre exercice politique des gouvernements ? Rappelons que les marchés jugent souvent l'action des Etats à l'aune des objectifs et des lignes de conduites qu'ils se sont eux-mêmes donnés individuellement ou collectivement. Lorsque les intervenants sur les marchés s'interrogent sur la politique budgétaire de la France, ils le font, avant tout, à l'aune des critères fixés par les gouvernements dans le cadre de Maastricht pour la réalisation de la monnaie unique (déficits publics limités à 3 % du PIB et dette publique limitée à 60 % du PIB) et validés par le vote référendaire. De même, le chemin tracé par l'annonce d'une réduction des déficits publics à 4 % en 1996 et 3 % en 1997 est désormais le référentiel sur lequel les marchés vont fonder leur appréciation de la politique budgétaire de la France.

La contrainte des marchés est d'autant plus prégnante qu'elle s'appuie fréquemment sur les discours des politiques, qui fixent des lignes de conduite dont ils s'affranchissent souvent sans vergogne, le temps politique étant un temps plus court que le temps des financiers. En ce sens, la sanction des marchés est souvent plus une force de rappel ou une mémoire du politique qu'une force extrinsèque qui tenterait d'imposer sa logique. La complexité des échanges entre Etats et acteurs du marché constitue donc la toile de fond de leur relation. Cela n'enlève rien au caractère souvent brutal des corrections qui naissent des déceptions et des désillusions provoquées par les politiques macro-économiques menées. Mais, inférer de cette brutalité que les acteurs ou les marchés seraient irrationnels serait faire bien peu de cas de la densité et de la profondeur des relations tissées sur les marchés avec les Etats. En conclure de même que les Etats seraient désarmés face au marché serait également faire peu de cas de leur volonté délibérée de se soumettre à ces disciplines.

Les investisseurs

Investisseurs et spéculateurs

On divise fréquemment les investisseurs entre investisseurs de long terme, bien entendu les « bons investisseurs », et investisseurs de

court terme, les « mauvais spéculateurs » à la recherche d'un coup financier plutôt que d'un partenariat réel avec l'émetteur. Ces deux types d'investisseurs idéaux existent : le *hedge fund* ou fonds de couverture, et en réalité d'arbitrage, mobilisant une part significative de ses actifs sur la baisse d'une monnaie en utilisant les instruments à effet de levier revêt aujourd'hui tous les traits du méchant spéculateur. Inversement, le fonds de pension américain investissant 50 milliards de dollars de placements à long terme apparaît couramment comme le partenaire idéal. La Bourse de Paris ne souffre-t-elle pas de l'absence de bons investisseurs nationaux stables, captifs, ayant un solide et durable appétit pour les actions ?

Il existe certains agents dont la raison d'être est la spéculation. Ils peuvent être distingués au regard des critères suivants : insensibilité à la division des risques, préférence pour les opérations à découvert et à effet de levier afin de maximiser les gains, arbitrages radicaux et permutations rapides dans l'allocation des actifs gérés. Ils s'appuient sur l'espérance de rallier à leur sentiment ou à leur position une masse plus large d'intervenants qui, par des arbitrages plus marginaux, viendront alimenter leur position spéculative et, en définitive, valider ou invalider leur choix (Bourguinat, 1995). Le spéculateur s'appuie largement sur le postulat de la prophétie auto-réalisatrice, en particulier lorsque sa visibilité et son aura lui permettent d'entraîner les autres opérateurs de marché ². Mais il demeure tributaire pour gagner son pari de sa capacité à entraîner l'ensemble des agents dans son sillage en les conduisant, fût-ce à la marge, à modifier leurs comportements et à résister aux forces contraires qu'il ne manquera pas de provoquer, notamment en matière de change de la part des banques centrales.

Au-delà de la figure mythique du spéculateur pur et dur, incarné par les *hedge funds*, il est indispensable de garder à l'esprit que la spéculation est la chose la mieux partagée au monde. Dans nombre de dérives financières, on retrouve des spéculateurs malheureux là où on ne les attendait pas. Est-il nécessaire de rappeler également que l'on trouve en face de ces spéculateurs malheureux mis en péril par des comportements audacieux, doublés souvent de défauts de compétence et de surveillance, des spéculateurs ou des contreparties heureux qui se sont enrichis à la hauteur des pertes de leurs partenaires ?

Le comportement des investisseurs quels qu'ils soient est toujours un mélange des deux composantes. Comment qualifier la politique des investissements immobiliers des compagnies d'assurances et des grandes institutions financières françaises dont la plupart sont, circonstance aggravante, publiques dans l'euphorie de la spéculation immobilière de la fin des années quatre-vingt ?

On a beau jeu de dénoncer la sophistication croissante des marchés, la multiplication des flux déconnectés, des flux physiques de

2. La Tribune Desfossés, 25 septembre 1995.

marchandises sur le marché des changes, l'utilisation à des fins spéculatives des marchés à termes et des instruments de couverture, les risques de contrepartie et les risques systémiques de catastrophes en chaîne sur ces nouveaux marchés, alors que les aventures les plus menaçantes pour la solidité du secteur financier dans son ensemble se sont déroulées sur le marché de la pierre. Ainsi, les banques françaises ont augmenté de 173 % leurs concours aux professionnels de l'immobilier en pleine euphorie spéculative entre 1988 et 1990, leurs engagements atteignant plus de 300 milliards de francs en 1992. On estime aujourd'hui que, sur 350 milliards d'engagements immobiliers, les banques françaises pourraient connaître un montant de pertes de 280 milliards, soit 80 %³.

John Kenneth Galbraith (1992) résume de manière exemplaire le mirage technologique qui ne constitue qu'un voile devant des mécanismes psychologiques et financiers immuables : « Le monde de la finance acclame encore et toujours l'invention de la roue, souvent dans une version légèrement plus instable. Toute innovation financière implique sous une forme ou sous une autre, la création d'une dette plus ou moins adéquatement garantie par des actifs réels (Galbraith, 1992). » Les exemples récents de la crise des *junk bonds* aux Etats-Unis à la fin des années quatre-vingt et de la crise de l'immobilier de bureau en sont des illustrations parfaites.

Il est donc indispensable de toujours garder à l'esprit que l'euphorie spéculative et la déception qui la suit n'ont nullement besoin de marchés à termes et d'instruments sophistiqués. Elles naissent de l'avidité des acteurs, de leurs comportements moutonniers, de leur croyance en leur capacité à devancer la crise avant qu'elle ne se dénoue, dans le meilleur des cas, et dans leur incompetence et leur aveuglement, dans le pire. La recherche taxinomique et moralisatrice visant à tracer la frontière entre les bons et les mauvais opérateurs de marché, entre les investisseurs patients et loyaux et les spéculateurs versatiles et avides apparaît largement vaine. Non seulement parce que le tracé des frontières semble dans de nombreux cas impossible entre les agents et que, souvent, cette frontière traverse le cœur même des groupes en fonction de leurs différents métiers, mais également parce que l'approche morale est peu opératoire.

Défection et prise de parole

La question essentielle qu'il est nécessaire de se poser en face du comportement des investisseurs est celle des moyens dont ils disposent pour s'exprimer sur la gestion des émetteurs (privés ou publics) auprès desquels ils ont engagé des capitaux. En effet, les investissements dans des titres cotés, même s'ils sont par nature liquides, ont toujours

3. La Commission Bancaire, citée dans *Le Monde* du 19 octobre 1995, « Les pertes des banques françaises pourraient approcher 280 milliards » par Eric Leser.

une certaine viscosité. Les investisseurs ont la possibilité d'écouler leurs titres sur le marché, mais ils ne peuvent le faire simultanément pour l'ensemble de leurs portefeuilles. S'agissant des titres de créances, le seul mode d'expression possible est la défection (Hirschmann, 1970). En effet, les titulaires d'obligations n'ont pas accès aux décisions de l'entreprise. Simples créanciers, ils ne peuvent manifester leur défiance dans la capacité de l'emprunteur à faire face à ses engagements autrement qu'en cédant leurs titres sur le marché. La traduction pour l'emprunteur est immédiate : décote de ses titres et augmentation de la rémunération des détenteurs traduisant la prime de risque demandée par les investisseurs. Ce mode d'expression vaut bien évidemment aussi pour les Etats emprunteurs. A l'inverse, pour le marché des actions, les voies d'expression du mécontentement reprennent clairement la dualité « défection / prise de parole » tracée par Albert Hirschmann.

La défection, c'est-à-dire la vente sur le marché, est le mode d'expression le plus naturel des actionnaires mécontents de la gestion ou des performances boursières d'un titre dans lequel ils ont investi. Celle-ci est contrainte par l'importance de la participation de l'investisseur et par la liquidité du titre. Si cette participation est marginale, la liquidité du titre permet à l'investisseur de manifester son désaccord en cédant sur le marché sans exercer d'incidence négative significative sur le titre. A condition toutefois que sa sortie ne soit pas en phase avec des comportements identiques et simultanés de nombreux autres investisseurs, qui peuvent être déclenchés par une mise sous surveillance par une agence de notation, une analyse financière négative ou un article de presse critique.

Lorsque, inversement, l'investisseur a choisi de s'engager significativement dans le capital d'une société, la sortie ne peut être pour lui qu'un ultime recours, qui se traduit par une dévalorisation immédiate des actifs en raison de l'incidence de sa sortie sur le marché. La solution consiste alors à prendre la parole, ce qui permet d'exercer une influence sur la gestion de la société à moyen terme et donc sur le redressement du cours du titre.

L'actionnaire est propriétaire d'une quote-part des actifs de la société mais, également, d'une participation au pouvoir de décision, par l'expression de son vote en assemblée générale. La démocratie actionnariale présente cependant des limites évidentes : lorsque l'actionnariat est fractionné, il est difficile de réunir une véritable coalition d'intérêt (Olson, 1978) ; lorsque la société est contrôlée, les voix minoritaires pèsent d'un poids limité. Il existe de plus une inégalité d'information structurelle entre les dirigeants de la société et les investisseurs qui entrave leur pouvoir d'opposition. C'est pourquoi, la prise de parole en assemblée générale et le refus de vote des résolutions ne jouent qu'exceptionnellement un rôle décisif dans la vie de l'entreprise.

La contestation

La prise de parole n'est heureusement pas limitée au vote en assemblée générale qui prend souvent l'allure de plébiscite de république bananière avec des taux d'approbation des résolutions proposées généralement proches de 100 %. Les actionnaires peuvent recourir à des voies judiciaires ou para-judiciaires (la plainte auprès des autorités de régulation), pour manifester leur opposition aux choix proposés ou retenus par les dirigeants. Ces démarches permettent souvent de rendre publiques avec un large écho les critiques émises contre la société. Mais elles sont rarement à même de faire obstacle aux mesures proposées par les dirigeants. Outre la disproportion des forces entre, d'une part, une grande entreprise entourée de conseils juridiques et financiers prestigieux et, d'autre part, des actionnaires agissant seuls ou regroupés en association, les actions en justice se heurtent fréquemment à la difficulté de surseoir aux opérations proposées et aux conséquences difficilement gérables d'une remise en cause *ex post* des opérations menées.

La contestation est une arme particulièrement adaptée lors des événements exceptionnels de la vie d'un groupe qui mettent les actionnaires devant des choix stratégiques ayant une incidence forte sur la nature de leur participation : offres publiques d'achat ou d'échanges, fusions, acquisitions importantes... Dans ce type d'opérations, la sortie massive est souvent irréaliste. Le choix économiquement le plus rationnel est celui de la prise de parole en vue de tenter de peser sur les modalités des opérations proposées, en particulier en termes d'évaluation des actifs et de parités.

La voie judiciaire n'offre souvent un recours utile que lorsque s'affrontent une société et un actionnaire suffisamment puissant pour user des mêmes armes.

La prise de parole exige, pour constituer une alternative crédible à la sortie, que les investisseurs se mobilisent collectivement et créent un groupe de pression solide en face des dirigeants, ou de l'actionnaire majoritaire s'il existe. Les fonds de pensions anglo-saxons qui mobilisent des fonds considérables (plusieurs dizaines de milliards de dollars) disposent d'une force de frappe financière et d'infrastructures techniques et humaines qui leur permettent de jouer pleinement le jeu du dialogue avec les entreprises. Les proxy dans le monde anglo-saxon amplifient ce pouvoir en constituant une coalition des intérêts de divers investisseurs qui, ensemble, peuvent tenter de faire valoir leurs droits en face des sociétés. En France, les liens croisés entre gestionnaires de fonds (banques et sociétés d'assurances) et sociétés industrielles interdisent, en dépit des affirmations répétées sur l'indépendance des gestionnaires de fonds collectifs ou de sociétés d'assurance-vie, que la prise de parole ne constitue une alternative réellement menaçante pour les sociétés cotées.

Accroître la loyauté des investisseurs

Reste la loyauté. Elle est pour les sociétés cotées un enjeu déterminant. L'existence d'un actionnariat fidèle, en particulier pendant les périodes de crise, permet aux sociétés de traverser ces épisodes sans aggraver par une crise boursière aiguë les difficultés opérationnelles rencontrées. La loyauté apparaît cependant comme une donnée peu naturelle dans un environnement boursier qui privilégie la rentabilité et le profit sur tout autre critère. Le concept de loyauté est en relation étroite avec celui de confiance développé précédemment dans les critères d'appréciation des investisseurs. La meilleure façon pour une société d'assurer la loyauté de son actionnariat est bien évidemment la régularité et la progression de ses performances, mais, au-delà, c'est la considération et l'attention portée à l'opinion et à l'information des actionnaires qui permet de fortifier cette fidélité. Il existe pour ce faire des outils marketing : actionnaires témoins, représentants des petits actionnaires, comités d'actionnaires...

Au-delà de ces outils, la loyauté tient beaucoup au sentiment que les dirigeants prennent d'abord en compte l'intérêt des actionnaires avant de s'intéresser à leur propre position. On peut certes tenter d'acheter la loyauté d'un noyau dur d'actionnaires par des liens d'intérêts croisés comme cela a été fait depuis le premier train de privatisations de 1986-1988 en France, palliant ainsi, en apparence, le manque d'actionnariat structurant. Mais cette loyauté-là, faite de dépendance réciproque et d'autocensure obligée, ne peut remplacer durablement une véritable préoccupation pour les actionnaires au sens large. L'accumulation de mauvaises nouvelles financières dans les grands groupes français, issus pour beaucoup des privatisations avalisées par les conseils d'administration sans que soient mises en cause leur composition, leur politique passée et leur responsabilité, n'est pas de nature à rassurer les actionnaires. Quelle crédibilité conserve une société et son conseil d'administration lorsque les mauvaises nouvelles succèdent aux mauvaises nouvelles sans que les conseils ne soient modifiés ?

La révision des liens croisés entre les entreprises françaises en raison de la prise de conscience du faible intérêt financier de cette immobilisation de fonds dans des participations minoritaires non stratégiques constitue une évolution positive. L'existence de contre-pouvoirs actionnariaux forts et efficaces en face des dirigeants constitue un enjeu central pour accroître la loyauté de l'ensemble des actionnaires minoritaires.

La sortie est et demeurera certainement sur les marchés le mode d'expression le plus naturel des actionnaires pour évaluer les sociétés et leurs dirigeants. Cet état de fait ne constitue nullement une anomalie puisque l'aller et retour constitue le mode de gestion naturel des actifs sur des marchés liquides et de grande taille. Cependant l'attention apportée par les sociétés au renforcement de la loyauté des actionnaires et aux garanties données à leur prise de parole efficace permet de déplacer le seuil de tolérance et de fidélité et d'assurer la pérennité de l'actionnariat dans les périodes de crise cruciales sur les marchés.

Les arbitres

Les analystes

La décision d'acheter ou de vendre les valeurs se prend rarement seul sur un marché de plus en plus vaste où sont en concurrence des investissements, des pays, des entreprises nombreux et variés. L'investisseur, aussi sophistiqué soit-il, a besoin d'asseoir ses choix d'investissements sur des experts indépendants dont le métier consiste à jauger les titres et les émetteurs pour le compte des intermédiaires et des investisseurs finaux. Cette fonction d'intermédiation et de traitement de l'information, permettant de passer de l'information brute délivrée par la société dans l'aridité des communiqués financiers à la recommandation d'achat ou de vente délivrée par les analystes, pour le compte de sa banque et de ses clients, irrite souvent les émetteurs ou les investisseurs qui n'y ont pas accès. En effet l'avis et la recommandation de l'analyste n'est pas une information publique. Elle est réservée aux clients de la banque qui sont sollicités sur ses bases par les salles de marché.

Il n'est pas rare que telle ou telle valeur connaisse des fluctuations importantes à la hausse ou à la baisse sur la base des mouvements d'achats ou de ventes induits par l'opinion d'un analyste dont la compétence est reconnue ou appréciée par les investisseurs. L'incidence des opinions des analystes sur le parcours boursier des titres amène régulièrement les sociétés à dénoncer le caractère opaque et accusatoire des procédures d'examen dont elles sont l'objet. Il faut certes admettre que cette position trouve son origine dans les accidents boursiers malencontreux rencontrés par de nombreuses sociétés après des rapports d'analystes qui amènent soit à s'interroger sur la nature publique des informations qui leur ont été délivrées, soit sur l'impartialité des avis en cause. Les analystes recevraient, lors de leurs rencontres avec les sociétés, des informations nouvelles non publiques qui les conduiraient à émettre une opinion modifiée exerçant une incidence brutale sur le titre. Les analystes comme les sociétés s'attachent à démontrer que ces échanges étaient soit la reprise et l'approfondissement d'éléments déjà publics, soit de nature purement qualitative.

Au demeurant, il ne faut pas négliger l'importance de la relation directe entre l'analyste et les dirigeants de la société dans la formulation de l'opinion. Au-delà de l'analyse des données quantitatives, la visite des sites industriels, la rencontre avec les responsables opérationnels, la conviction des dirigeants et la qualité humaine des interlocuteurs sont essentielles pour formuler une opinion. La part de subjectivité explique souvent que les analystes, après un contact direct avec la société, puissent modifier leur opinion à partir du sentiment de confiance exprimé spontanément ou inconsciemment par leurs interlocuteurs, même si les informations quantitatives délivrées ne sont que la reprise des informations publiques. Dans la relation entre les sociétés et les

analystes, la confiance et la subjectivité jouent un rôle qu'il ne faut pas sous-estimer.

S'agissant de la seconde hypothèse – les analystes travaillent auprès de banques ayant elles-mêmes des intérêts dans telle ou telle société — Il apparaît à l'usage que les analyses sont fréquemment en phase avec les intérêts de la banque dans la société ou l'opération présentée. Faut-il parler de partialité ou de jugement biaisé ? En tout état de cause, cette seconde hypothèse, souvent vérifiée, est plus susceptible de nuire à l'investisseur qu'à la société analysée.

Le métier d'analyste se révèle tributaire d'un équilibre précaire entre l'exigence d'indépendance et d'autorité qui, seule, peut fonder dans la durée la fidélité des investisseurs et les impératifs commerciaux des établissements financiers dont ils dépendent ou les intérêts de leur maison mère qui peuvent les conduire à infléchir leurs avis pour faciliter le placement de certains titres. Quels que soient la solution et l'équilibre trouvés par chaque établissement et chaque analyste pour résoudre cette équation, il n'en demeure pas moins que les sociétés ont parfois le sentiment de subir des jugements hâtifs dont les conséquences peuvent être lourdes. Ce sentiment d'impuissance et de dépendance face aux grands établissements et à leurs analystes est encore accru lorsque l'entrée ou la sortie d'une valeur d'un indice maison, relatif aux valeurs européennes ou mondiales, peut conduire à lui seul à provoquer des décalages de cours de plusieurs points. Ce phénomène qui est connu et accepté lorsqu'il s'agit d'indices officiels qui conduisent à animer et parfois améliorer la situation de certaines valeurs remet en cause la rationalité des marchés lorsque les efforts de gestion réalisés sont anéantis par l'incidence de décisions de classement de la valeur par des établissements financiers à l'autre bout du monde.

La question est encore plus brûlante lorsque les positions prises par les analystes portent non pas sur une société mais sur un secteur économique (les biens intermédiaires, l'automobile, les assurances) ou un pays (l'Italie, la France). L'impact d'un tel avis sur un compartiment entier du marché ou sur le marché dans son ensemble aggrave le sentiment d'injustice que peut ressentir chaque société prise isolément ou ses actionnaires.

On ne peut cependant ignorer que, face à des gestionnaires d'actifs qui doivent arbitrer des allocations à l'échelle mondiale, les effets d'agrégation sur des places de petite dimension comme Paris, en concurrence avec de nombreuses autres places européennes, sont déterminants. Les gestionnaires de fonds américains ou britanniques allouent une fraction de leur portefeuille à l'Europe continentale ; pour des raisons de souplesse de gestion et de capacité de suivi, ils effectuent des arbitrages entre places qui, marginaux dans leurs portefeuilles, peuvent exercer une incidence forte sur les bourses en cause. Indispensables pour le bon fonctionnement des marchés, les analystes exercent un rôle qui va croissant à mesure que les marchés sont plus ouverts et plus interconnectés et que les investisseurs gèrent des fonds de plus en plus importants et de plus en plus mobiles.

Les agences de notation

Le rôle dévolu aux agences de notation est essentiel pour permettre l'accès au marché des titres de créance de toutes les sociétés. Il est déterminant pour fixer le coût d'accès à ce marché et l'évolution du prix des titres échangés sur le marché secondaire. L'importance prise par les agences de notation et la sensibilité des marchés aux opinions qu'elles délivrent conduisent parfois, en France notamment, à remettre en cause leur légitimité et leur mode de travail jugé opaque. Le débat est sans doute alimenté par l'appartenance des grandes agences au monde anglo-saxon qui peut engendrer un sentiment de sujétion accru.

Le débat a pu porter sur le caractère obligatoire ou facultatif de la notation pour accéder au marché, comme cela a été le cas en France en 1994 pour les bons à moyen terme négociables. Dans de nombreux cas, en effet, la réglementation des marchés exige une notation des émetteurs pour qu'ils puissent accéder au marché, ou accorde aux émetteurs notés des privilèges par rapport à ceux qui ne se seraient pas pliés à cette exigence. Ce débat sur le caractère obligatoire ou facultatif de la notation apparaît clairement dépassé par la pratique des marchés. Au-delà du caractère obligatoire ou facultatif de la notation, la préférence des investisseurs, pour ne pas dire leur exigence, oblige les émetteurs à demander une notation. Si débat il y a, il doit porter sur la nature de la relation entre l'émetteur et l'agence délivrant la notation. L'agence de notation est en effet un prestataire de services de la société. Elle délivre à la demande de cette dernière, en vue d'éclairer les investisseurs, une opinion sur sa structure financière et sa capacité à emprunter à court ou à long terme. La relation commerciale entre la société notée et l'agence de notation est-elle susceptible de polluer la nature et la qualité du travail fourni par le notateur ? Les règles déontologiques des agences de notation sont-elles à même d'assurer l'impartialité de leurs travaux ?

Une première question porte sur la qualité du commanditaire dans les notations. Faut-il réserver aux sociétés notées le monopole de la commande ou faut-il accepter les notations sauvages à l'initiative de la seule agence ? Les pays anglo-saxons admettent cette pratique alors que la France est aujourd'hui beaucoup plus réticente à l'accepter. A cette première question s'en ajoute une seconde : quel est le pouvoir du commanditaire sur l'agence en matière de divulgation de la notation ? Une pratique courante veut que, si l'émetteur est en désaccord avec la première note obtenue, il peut s'opposer à sa publicité. Un tel droit de veto du commanditaire peut-il être susceptible de porter atteinte à l'indépendance des travaux de l'agence de notation et à la bonne information du marché ?

La puissance des agences de notation apparaît désormais assise sur les principales places financières. Elles exercent un rôle indispensable qui va aller croissant en raison de la multiplication des emprunteurs et de la fluidité accrue des capitaux entre les différentes places. L'expérience récente de déconfiture brutale de grands établissements financiers démontre que la notation ne constitue pas

une sécurité complète pour les investisseurs. Mais, a contrario, dans un univers complexe et incertain, la notation est vouée à prendre une place croissante pour les émetteurs privés et, au-delà, pour les émetteurs publics (Etats, collectivités locales ou établissements publics) ne maîtrisant pas la croissance de leur endettement.

Les autorités de surveillance

Toutes les places boursières modernes disposent d'un régulateur puissant : la *Securities and Exchange Commission* (SEC) des Etats-Unis, créée en 1937 au lendemain du krach de 1929, demeure le modèle de référence de régulation des places financières. Disposant de moyens importants, de pouvoirs d'investigations étendus et d'une grande autorité, elle constitue un atout essentiel de la première place financière mondiale.

La France s'est dotée en 1967, avec la Commission des Opérations de Bourse (COB), d'une autorité régulatrice sur le modèle de la SEC dont les pouvoirs ont été sensiblement renforcés en 1989 et dont l'autorité, même si elle est encore parfois contestée, n'a cessé de croître à mesure que ses moyens se sont développés. Ainsi sont nées successivement en France l'obligation de réaliser des garanties de cours lors du changement de contrôle des sociétés cotées, l'interdiction des prises de contrôle par le biais d'offres publiques partielles ne portant pas sur 100 % du capital, l'obligation de lancer une offre publique obligatoire lors du franchissement du seuil de 33 % du capital ou des droits de vote.

L'Allemagne a pris conscience récemment du handicap que constitue, pour la première place financière continentale, l'absence d'une autorité régulatrice forte et indépendante et tente de combler son retard dans ce domaine.

Le rôle des autorités régulatrices est divers dans les places financières modernes. Il consiste tout d'abord à définir un cadre réglementaire permettant d'assurer la qualité et la transparence des transactions et de l'information sur les marchés. Il permet de préciser la nature et le cadre des marchés réglementés, par opposition aux marchés non réglementés. Les marchés réglementés offrent aux investisseurs toute une série de protections et de garanties dont ils ne disposent pas sur les marchés « officieux » ou de gré à gré. Les autorités définissent les conditions d'accès au marché, la nature et la forme des informations qui doivent être rendues publiques, le mode de formation des prix, les protections accordées aux actionnaires en cas de changement de contrôle, pour ne citer que les champs de compétence essentiels. Les autorités régulatrices façonnent les marchés en faisant évoluer progressivement les obligations des émetteurs et des intermédiaires vis-à-vis des investisseurs afin d'offrir à ces derniers la plus grande sécurité. La compétition entre les marchés se livre sur

le terrain des droits et des protections offertes aux actionnaires et, en ce domaine, les avancées sont constantes.

En aval de ce rôle essentiel d'« architecte » des marchés, les autorités régulatrices exercent la surveillance de l'information et des transactions réalisées quotidiennement. Ce second rôle, qui est le plus visible et le mieux perçu par le public, permet de déceler les transactions illicites portant atteinte à l'intégrité du marché et aux intérêts des investisseurs et de sanctionner les agents qui, par leur comportement, ont tenté de fausser le bon fonctionnement des transactions ou l'égalité entre intervenants.

Au-delà de son rôle fonctionnel de régulateur et de censeur, l'autorité régulatrice peut jouer un rôle important dans l'arbitrage des conflits entre actionnaires et émetteurs. La faiblesse du contre-pouvoir actionnarial en France fait par exemple de la COB un lieu de médiation privilégié entre les sociétés et leurs actionnaires. Ce rôle de médiateur permet de pallier en partie la faiblesse du pouvoir actionnarial dans les entreprises et de constituer un lieu de recours plus souple que la justice, même si l'autorité régulatrice n'a pas pour fonction de se substituer aux actionnaires, seuls garants en dernier ressort de l'intégrité de leurs actifs. A ce titre, l'autorité de régulation joue un rôle essentiel dans le processus de prise de parole des investisseurs et dans leur capacité à s'opposer aux dirigeants des sociétés dans lesquelles ils détiennent des intérêts. Elle joue un rôle de chambre d'écho, permettant aux actionnaires minoritaires de renforcer leur position dans le dialogue inégal qu'ils mènent avec les dirigeants.

L'internationalisation des marchés, la multiplication des flux transnationaux et des multicotations sont des obstacles à une régulation nationale des marchés. Le développement de la coopération internationale est bien évidemment une réponse à ces transformations. Mais elle n'est pas de qualité égale entre toutes les places financières et elle complique et retarde fréquemment les investigations menées. Le développement des marchés dérivés est également un défi pour les autorités de surveillance. Les délits peuvent désormais se produire non seulement sur les marchés primaires, mais également recourir à une palette large d'instruments qui rendent la recherche et la sanction des délits plus délicates à mener.

Enfin, tous les marchés ne disposent pas d'un régulateur : le marché des changes sur lequel le volume des transactions est considérable laisse libre cours à des flux d'échanges colossaux et aux rumeurs les plus folles avec pour seul contre-pouvoir l'intervention des banques centrales. La nécessité de renforcer la coopération entre les régulateurs nationaux apparaît patente si l'on veut qu'ils conservent leur contre-pouvoir intact en face d'agents de plus en plus sophistiqués et internationalisés.

Les interactions

De la myopie et de l'incompétence des marchés

Le traitement des informations

Les marchés, entités abstraites, se voient souvent reprocher des comportements myopes, irrationnels, reposant sur des attitudes mimétiques et sur des analyses économiques sommaires, aléatoires et instables. Loin de répondre au modèle « paretien » d'une agrégation de comportements rationnels d'acteurs disposant d'une information utile complète, les marchés reposeraient sur une agrégation aléatoire et paranoïaque de décisions d'acteurs myopes, soucieux de ne pas perdre leur accès à la sacro-sainte liquidité et orientant leurs décisions en fonction de leur représentation des anticipations du marché plutôt que de leur intime et rationnelle conviction (Lordon, 1994). Les marchés ne répondraient pas rationnellement aux stimuli extérieurs en analysant l'information avec prudence, réserve et en respectant les hiérarchies et les échéances des enjeux économiques, mais de manière compulsive et désordonnée en tentant vainement de donner du sens à un flux d'informations continu, hétérogène et de qualité variable.

Ce comportement aberrant des acteurs serait à l'origine des dérèglements nombreux observés sur les marchés en dépit de l'abondance et de la qualité des informations disponibles, de la compétence des acteurs pris chacun isolément et de la sophistication des outils techniques d'analyse et de traitement des opérations. Les conséquences de cette irrationalité des marchés sont perceptibles fréquemment dans leurs séquences successives d'évolution. Ainsi se succèdent des phases d'euphorie pendant lesquelles toutes les informations sont interprétées positivement et des phases de dépression pendant lesquelles les mêmes informations sont autant de raisons de nourrir une irrépressible tendance au pessimisme. La baisse du chômage annonce une tension à venir sur les prix de production aussi bien qu'une amélioration de la situation économique et une hausse de la consommation. Au gré de l'humeur des marchés, la hausse de l'utilisation des capacités de production est considérée alternativement comme un signe de croissance de l'activité ou de surchauffe de l'économie.

Quels éléments psychologiques ont conduit les marchés à basculer d'un état d'esprit dans lequel l'inquiétude inflationniste prédominait aux Etats-Unis à un sentiment de sérénité, voire d'euphorie, dans lequel tous les signaux économiques et monétaires sont interprétés positivement en 1995 ? On peut bien entendu trouver dans les chiffres d'utilisation des capacités de production, de croissance de

l'investissement, de baisse du chômage, de dérives de la masse monétaire, de mise en chantier des logements... des arguments pour défendre telle ou telle interprétation. Mais, en définitive, les chiffres ne sont que des faire-valoir ou des prétextes pour que les marchés puissent exprimer ou effacer leurs angoisses.

L'utilisation des capacités de production est montée à 88,2 % alors que les marchés attendaient 87,9 % et le marché va chuter de 0,5 %. M3 a crû à un rythme annuel de 4,5 % alors que les marchés attendaient 4,2 % et la Bourse va décaler de 1 %. Peu importe bien évidemment que d'autres indicateurs viennent infirmer la tendance exprimée par les chiffres ou que cet indicateur provisoire soit ultérieurement démenti par les données définitives : le mal est fait.

La recherche éperdue du sens

Le marché souffre en réalité d'une hypertrophie de sens. Tout signe doit produire du sens. Peu importe que ce sens soit éphémère, relatif, contestable, voire réversible. Le marché exige une production continue de sens, quitte à être désorienté. Dans cette course effrénée au sens, les marchés s'inventent des rendez-vous avec les indicateurs économiques, pour lesquels ils produisent des anticipations successivement réalisées ou désavouées. Ce qui est en jeu est moins la réalité des évolutions économiques sous-jacentes, que la prétention des marchés à lire le monde réel, à l'anticiper et à rationaliser des mouvements browniens qui sont de plus en plus la raison d'être des grands établissements financiers. Le fonds de commerce des intermédiaires financiers est en effet assis sur le mouvement oscillatoire des marchés, qui est d'autant plus lucratif, en raison des opportunités d'arbitrage qu'il suscite, que son amplitude est marquée.

On n'est jamais loin, dans ce processus d'anticipation perpétuelle, d'un mouvement de prophétie auto-réalisatrice entretenu. J'anticipe donc je suis. Plus nombreuses sont les anticipations des acteurs, plus nombreux les rendez-vous avec les indices, plus les marchés ont de chance de produire des écarts donc des occasions de pertes et de gains pour les intervenants. Ce phénomène est accru avec le développement des marchés dérivés qui sont certainement un facteur aggravant de la propension à surréagir aux informations délivrées et de la volatilité qu'elle induit. En effet, sur les marchés dérivés ⁴, de faibles variations des marchés sous-jacents sont des occasions de gains ou de pertes importants grâce aux mécanismes d'effet de levier.

Cette crispation malade sur des successions de publications d'indices sans queue ni tête serait aggravée par la misère des paradigmes interprétatifs utilisés sur les marchés. Loin de la science

4. Marchés dérivés : marchés sur lesquels on n'investit pas dans un actif, mais sur lesquels on parie sur le sens de la variation future d'un actif sous-jacent (action, monnaie, titre obligataire...).

économique qui se débat difficilement dans une tentative toujours inachevée de comprendre la réalité, les analystes de marché ne retiendraient alternativement l'un ou l'autre paradigme avec autorité qu'en vue de produire *ex abrupto* une illusion de sens qui rétroagit avec force sur les tendances du marché. D'anticipations en rendez-vous, d'indices en taux de croissance, le marché réussit à transformer des signes en sens avec virtuosité, puisque lui seul peut s'abstraire de la plasticité de l'économie réelle pour traduire dans les cours les aléas des indices macro-économiques.

Une rationalité limitée

Si ces phénomènes sont réels et donnent matière à s'interroger sur la soi-disant rationalité et omniscience des intervenants, sont-ils de nature à disqualifier de manière générale les marchés et les agents qui les animent ? Certes, les marchés sont sujets à des comportements qui relèvent indéniablement du registre de l'irrationnel : paniques boursières, bulles spéculatives, prophéties auto-réalisatrices, compétition envieuse et agrégation irraisonnée des comportements, focalisation malade sur des informations parcellaires et interprétations réversibles qui s'apparentent à une dictature du (non?) sens. Cependant, si ces analyses sont exactes et doivent conduire à démystifier les marchés, elles ne peuvent, sauf à tomber dans une erreur de perspective dangereuse, permettre de les disqualifier.

Les éléments d'irrationalité, présents dans le comportement des marchés et qui conduisent à remettre en cause leur efficacité, doivent être regardés avec prudence. Les marchés ont de tout temps fonctionné selon des schémas irrationnels, les krachs succédant aux périodes d'euphorie. Les agents, aussi avisés et doués de mémoire soient-ils, tombent toujours victimes du krach, forts de la croyance en leur capacité à quitter le marché haussier à temps et soucieux de ne pas se priver en période euphorique de chances de profits faciles (Galbraith, 1970). L'exemple récent du comportement sur le marché immobilier de bureaux des compagnies financières et des compagnies d'assurances dans de nombreux pays, et notamment en France et au Japon, démontre à l'évidence l'aveuglement des agents les mieux armés en hommes et en moyens pour maîtriser les marchés.

On peut estimer irrationnelle l'évolution quotidienne de marchés, alarmés un jour par la baisse du chômage aux Etats-Unis, dopés le lendemain par l'évolution de la masse monétaire dans le Bade-Wurtemberg, déçus le surlendemain par les déclarations des ministres des Finances européens sur l'Union monétaire. Mais cela ne signifie nullement que les tendances des marchés dans le moyen et le long terme ne reflètent pas, voire n'anticipent pas avec efficacité, l'évolution des économies réelles. Une succession de décisions à la rationalité contingente, ou dans certains cas clairement irrationnelles, peut déboucher sur des évolutions qui, dans le long terme, se révèlent rationnelles. Les marchés, sauf à retenir une interprétation idéal-typique

walraso-paretienne ou à s'appuyer sur une théorie du complot ou de la manipulation, n'ont aucune raison d'être complètement rationnels ou irrationnels.

En effet, la disqualification des marchés à partir de l'analyse quotidienne de leurs (dys)fonctionnements repose sur la confusion du « bruit » produit par leur activité avec le sens de leur évolution. Le quotidien des marchés repose sur de nombreux aléas, mais d'erreurs en approximations, de hausses excessives en baisses irraisonnées, les opérateurs tracent une direction dont le sens apparaît, *ex post* et dans la durée, cohérent. Le temps de la rationalité sur les marchés est un temps long dont les historiens peuvent seuls rendre compte. En tout état de cause, même si la rationalité des marchés est partielle et contestée, il n'est pas dit que la rationalité des autres agents lui soit supérieure ou préférable. Les marchés sont, comme toutes les institutions humaines, un complexe d'ordre et de désordre, de rationalité et d'approximation. Mais cette combinaison est particulièrement explosive dans le cas des marchés parce qu'elle s'inscrit dans un modèle économique dans lequel leur place est centrale et le mythe de leur efficience essentiel à la croyance en ce modèle.

On peut ajouter que les marchés, outre leur rôle symbolique au cœur de la société marchande internationale d'information, préfigurent la société de demain. Il n'existe en effet pas de lieu qui repose plus sur les mythes de la société technologique de l'information, fonctionnant en continu, vingt-quatre heures sur vingt-quatre à travers toute la planète. Les marchés sont la préfiguration d'un « cyber-monde » mettant en relation des milliers d'acteurs branchés sur des réseaux et échangeant des flux d'informations à la vitesse de la lumière.

Affirmer que les marchés ne sont pas entièrement rationnels, ou plutôt laissent la part belle à l'irrationnel, peut conduire à deux réactions. La première, qui est souvent celle des politiques, consiste à stigmatiser les marchés qui constitueraient un lieu de contre-pouvoir menaçant pour la démocratie et dangereux pour les nations. La seconde consiste à accepter la finitude des marchés, leur complexité, leur indétermination et leurs aléas qui sont au fondement même de leur raison d'être. Avant que de produire du sens, les marchés ont pour vocation de produire du bruit, c'est-à-dire de la volatilité. Face à cette mission que l'on pourrait qualifier de « reptilienne », il faut accepter de considérer des phénomènes apparemment désordonnés et irrationnels comme autant d'occasions que se donnent les marchés de répondre à leur fonction « ondulatoire ». Leur myopie, leur incapacité à mettre en perspective des informations disparates de qualité inégale, leur crispation maniaque sur des anticipations souvent aléatoires, leur rage à produire du sens, ne sont irrationnelles que si on les mesure à l'aune du fonctionnement de l'économie réelle. En revanche, à l'aune de leur vocation interne qui est de multiplier les occasions d'échanges dans des espaces de plus en plus larges et interconnectés, cette économie de la volatilité présente une cohérence et une intelligibilité dans le court terme.

Marchés, incertitude et régulation

On peut s'interroger sur une double affirmation apparemment contradictoire : les agents mènent un travail analytique précis (voir *supra*) sur la situation des émetteurs, et agissent dans le même temps de manière parfois peu rationnelle. Cette contradiction n'est-elle pas de nature à remettre en cause l'utilité du travail d'évaluation réalisé par les analystes et les investisseurs ?

Plutôt que de chercher une réponse à l'irrationalité des marchés dans la finitude des agents, on peut se pencher sur la nature des relations qui se nouent et se développent sur les marchés entre les agents. L'irrationalité observée dans les phases de bulles spéculatives ne serait pas alors le produit de l'avidité des opérateurs, mais de l'incertitude inhérente à l'évolution des marchés et de la difficulté des acteurs à anticiper avec précision leurs retournements. Les agents peuvent disposer d'une information qui les conduit à prendre des décisions instantanément rationnelles, mais qui à terme peuvent se révéler erronées.

L'incertitude dans laquelle se trouvent les agents, quant à l'évolution future du marché, les conduit à valoriser les comportements qui sont en phase avec le marché – haussier lorsque le marché est haussier, baissier lorsqu'il est en baisse – de manière à conforter leur position face à l'incertitude. Ce comportement mimétique des opérateurs, loin d'être irrationnel, peut être une réponse raisonnable à une situation d'incertitude qui les conduit à minimiser le risque d'erreur d'anticipation par rapport aux évolutions à venir, en se fondant dans le consensus⁵. Les acteurs sur le marché peuvent également avoir conscience des excès de hausse observés pendant les bulles financières. Mais, soumis à une complète incertitude sur le moment d'éclatement de la bulle spéculative, ils sont face à une double contrainte : le coût de quitter le train de hausses prématurément et le risque de se positionner contre la tendance de fond du marché. Aussi, les acteurs peuvent être conscients des dérèglements des marchés, tout en participant, sans en être dupes, aux phénomènes de bulles spéculatives.

Quelles que soient leurs origines, les bulles spéculatives n'en affectent pas moins durablement les économies réelles lorsqu'elles éclatent. En effet, alimentées par la mobilisation de dizaines de milliards de prêts attirés par la perspective de profits rapides, les bulles spéculatives laissent, après leur explosion, un goût amer dans la bouche des emprunteurs qui sont venus alimenter la hausse et des banquiers qui les ont financés. La crise immobilière en France a ainsi contribué à déstabiliser un grand nombre de sociétés françaises cotées.

5. Un paradigme illustre cette forme de rationalité : dans une file indienne, face à l'incertitude du choix d'emprunter la bonne voie parmi deux, le second sera influencé par la décision du premier. Et par récurrence, le nième par le choix des n-1 précédents. Il y a donc de fortes chances que le choix du premier de la file influence le choix de tous les autres.

Les conséquences des dérèglements de marché sont donc loin d'être purement virtuelles. Les crises lorsqu'elles se dénouent causent des dégâts considérables. Elles affectent la solvabilité des établissements financiers qui ont alimenté la hausse, limitent leur capacité à financer les autres agents, et entraînent souvent une prise en charge publique des pertes intervenues.

Les conséquences macro-économiques durables et douloureuses des excès et des errements des marchés conduisent à s'interroger sur la nécessité de mettre en œuvre des mécanismes de régulation plus efficaces. Les mécanismes existants se concentrent sur les questions de transparence et d'équité, mais laissent de côté toute régulation des fluctuations. Cette absence tient à la fois à des contraintes idéologiques (la croyance en la suprématie des marchés sur toute autre forme de régulation), sociologiques (les acteurs des marchés sont réticents à toute forme de limitation de leur liberté), et pratiques (quelles instances mettre en place, à quels niveaux, dotées de quels pouvoirs et de quelle légitimité ?) Ces difficultés sont redoublées par les réticences de tous les acteurs à accepter la régulation des marchés haussiers, qui améliorent apparemment le bien-être général. Inversement, le recours à des interventions publiques est toujours demandé en phase dépressive. Cette dissymétrie est un frein puissant à la mise en œuvre d'une régulation publique.

En outre, quand les autorités de régulation existent, elles ne se montrent pas toujours efficaces. Les autorités de contrôle bancaire dans le monde se sont montrées incapables de prévenir et de limiter l'engagement des établissements de crédit sur le marché immobilier spéculatif de la fin des années quatre-vingt. Pire, elles ont pu, comme cela a été le cas en France, contribuer à allonger la crise en autorisant les établissements impliqués à retarder l'ajustement de la valeur des actifs dans leurs livres, pour prévenir l'effondrement des établissements les plus engagés. Cette tolérance a conduit à étaler le coût de l'ajustement sur plusieurs années. Elle a également provoqué un gel du marché immobilier sur lequel les valeurs ne se sont pas ajustées et alourdi les frais de portages, en allongeant la durée de détention des immeubles.

La dépossession du politique

L'espace du politique

Les forces du marché sont souvent prises à partie par les politiques ou par les analystes comme des obstacles à la démocratie. Non seulement, ils dicteraient leurs choix macro-économiques aux gouvernements mais, en plus, ils bloqueraient les choix démocratiques

en interdisant l'alternance et en enserrant les politiques des Etats dans des contraintes étroites d'où ils ne sauraient sortir, sauf à provoquer des crises financières majeures, dont personne ne serait prêt à payer le prix. Aussi les politiques seraient dépossédés des fameuses « marges de manœuvre » et incapables de mener à bien des politiques économiques alternatives permettant de lutter contre le chômage avec une meilleure efficacité. De manière plus machiavélique et insidieuse, ils tenteraient, par exemple, de remettre en cause les choix politiques des Etats, comme la monnaie unique, en ébranlant le SME à la veille de Maastricht pour maintenir ouvert un marché des changes européen plein d'opportunités d'arbitrages pour les financiers. Les profits des opérateurs de marché entrent alors clairement en opposition avec les intérêts de l'économie réelle.

Pourtant, les exemples de choix politiques audacieux dans les années récentes fourmillent, démontrant que les hommes politiques ne sont pas inéluctablement voués à passer sous les fourches caudines des marchés : l'exemple le plus frappant est celui de la réunification allemande et du choix de la parité de un pour un entre l'ostmark et le deutschemark qui a été fait par Helmut Kohl, contre l'avis de la Bundesbank et au risque des marchés. L'utilisation par le gouvernement italien de la dévaluation de la lire pour mener une politique de rigueur budgétaire et de réformes structurelles démontre également que l'espace du politique demeure préservé. L'utilisation par la Grande-Bretagne des marges de manœuvre dégagées par la chute de la livre pour lutter contre le chômage en est un autre.

Le sentiment de dépossession du politique est particulièrement aigu en France en raison du choix inflexible retenu par tous les gouvernements successifs, puis par la Banque de France devenue indépendante, de faire de la parité franc-mark le socle de la politique économique française. A partir de cette décision de politique économique inflexible dont tout découle, les marges de manœuvre dont disposent le gouvernement et la Banque de France pour effectuer des arbitrages entre chômage et inflation, pouvoir d'achat et rigueur budgétaire deviennent inexistantes. Le franc n'ayant, malgré qu'il en ait, ni la crédibilité ni la solidité du mark, l'ancrage se paye en termes de taux d'intérêt réels et donc de croissance (Fitoussi, 1995).

Ce n'est pas parce que la classe politique française a opté collectivement pour une stratégie économique particulière qu'il n'existe pas d'alternative ou que les marchés sont tout-puissants. C'est parce que les dirigeants ont choisi cette politique économique avec obstination que la pression des marchés sur la monnaie et sur les taux d'intérêts se révèle particulièrement difficile à lever et non l'inverse. Les marchés exercent avec force une pression sur la politique française seulement parce que le choix irrévocable de la parité franc-mark qui vise à assurer la cohésion européenne et la « grandeur de la France » conduit à des rigidités fortes dont les marchés se font juges.

Le choix de la soumission

Les politiques n'ont donc jamais perdu la capacité de s'opposer au soi-disant « diktat » des marchés. D'ailleurs si diktat il y a, il apparaît bien difficile à définir tant sont grandes la multiplicité des intervenants, leur versatilité, leur imprévisibilité. Les gouvernements ne sont soumis aux marchés que dans la mesure où ils considèrent que, politiquement, le choix de l'opposition aux forces du marché est difficile à assumer ou dangereux. Les forces du marché ne s'imposent pas spontanément aux politiques : ils s'y soumettent de leur plein gré considérant que ce choix est politiquement le plus judicieux en tenant compte des intérêts de leur pays et de leurs clientèles. Mais ils conservent toujours la possibilité de faire des choix déviants ou hétérodoxes par rapport aux messages envoyés par les marchés, à condition d'avoir la volonté politique et la force de les assumer.

La spéculation contre la monnaie, ou la tension sur les taux d'intérêt ne sont pas des armes dont disposent les marchés pour contraindre les gouvernements : elles sont des signaux dans le dialogue que se livrent sur le marché gouvernements et financiers, autour de choix politiques qui sont ceux des gouvernements. Seuls, les gouvernements tiennent en définitive les clés de leur politique et sont à même de fixer leurs priorités : faut-il privilégier la défense de la monnaie ou la croissance de l'économie, la réduction du déficit budgétaire par la contraction des dépenses ou par la hausse des recettes ? A ces questions, seuls, les gouvernements peuvent répondre, et ils sont seuls à définir leur politique.

Cependant, les choix qu'ils proposent provoquent à leur tour la réaction des marchés. Loin de dicter leur loi aux gouvernements, les marchés réagissent aux politiques économiques des Etats en tentant d'évaluer leurs conséquences sur l'économie des pays. Lorsque les marchés réagissent à la politique décidée par le gouvernement actuel de réduction du déficit public par la hausse des recettes budgétaires plutôt que par la baisse des dépenses, privent-ils le gouvernement de ses marges de manœuvre ou réagissent-ils face à la politique d'un emprunteur ayant accumulé 3 500 milliards de francs de dettes et dont le taux de prélèvement obligatoire est déjà l'un des plus élevés d'Europe ?

Si les marchés font peser une contrainte sur les Etats, c'est d'abord à raison du statut de premier emprunteur de tous les Etats sur leur marché obligataire. Faut-il s'étonner, s'offusquer, se scandaliser que des agents créanciers se préoccupent, réagissent, s'émeuvent, de la politique économique de leur principal débiteur ? Plutôt que de parler de dépossession du politique par les marchés, il serait plus conforme à la réalité de parler de soumission du politique. Cette soumission est d'abord financière : elle passe par l'acceptation de déficits budgétaires importants, voire croissants, et d'endettements publics considérables qui augmentent la dépendance des Etats en face des opérateurs de marché.

Cette soumission est également idéologique : elle repose sur la croyance en l'efficacité des marchés dans le contrôle de l'allocation des ressources et dans la volonté politique des années récentes de renforcer les marchés dans l'ensemble de la vie économique. Cette politique de « marchandisation de l'économie » va de la désintermédiation du financement de l'économie au développement des places financières et des marchés à termes, de l'abaissement des obstacles à la libre circulation des capitaux aux privatisations, des avantages fiscaux octroyés aux investisseurs à l'indépendance des banques centrales, qui renforcent le poids des marchés et affaiblissent corrélativement les leviers dont dispose la puissance publique.

Les Etats ont fait, des marchés, un des enjeux de la compétition économique planétaire qu'ils se livrent. Disposer de places financières puissantes, ouvertes, modernes et proposant tout le panel des instruments financiers existants apparaît comme l'un des objectifs majeur de politique économique des gouvernements. Les Etats ont construit les outils dont disposent les opérateurs et favorisé un environnement accueillant pour les forces du marché. On ne saurait imaginer que l'ensemble de ces mutations aient été réalisées sans que les Etats, qui ont organisé ces transferts de compétences et de régulation au nom d'une idéologie politique libérale clairement assumée au-delà des clivages politiques, n'aient pris en compte les conséquences qui allaient en découler pour l'économie en général et pour eux-mêmes en particulier. Aussi, la fiction de la dépossession des Etats relève-t-elle beaucoup plus de la mythologie diabolisante des marchés que de la réalité. Il est beaucoup plus juste de parler de transferts de souveraineté réalisés par les Etats au profit des marchés en pleine connaissance de cause ou de partage de souveraineté dans un monde où la régulation étatique a choisi de disposer de contre-pouvoirs puissants.

Des Etats désunis

Les Etats ont donc choisi d'accorder une place croissante aux marchés dans la détermination et l'évaluation des politiques économiques qu'ils mènent. Ils n'ont cependant pas encore complètement intégré et accepté les conséquences de ce choix. Déléguer une partie de la souveraineté économique aux marchés est un jeu dangereux, dès lors que les Etats continuent à privilégier des politiques nationales centrées sur des espaces économiques restreints, les marchés constituant un espace sans frontières dont le rayon d'action est désormais planétaire. Certes, la première puissance mondiale, les Etats-Unis, grâce au statut de monnaie de réserve et de transaction internationale du dollar et à la taille de son économie, peut soutenir cette confrontation dangereuse. L'Allemagne, grâce au statut de sa monnaie et à la relative faible place des marchés dans son économie s'en accommode également. Mais les autres nations, qu'il s'agisse de la France, du Japon ou du Royaume-Uni, se trouvent dans une configuration délicate.

L'exemple européen est à cet égard particulièrement parlant. Les Etats ont mis en place tous les instruments d'un marché financier fluide et efficace à l'échelle continentale en instaurant la libre circulation des capitaux et en stabilisant, parfois avec difficulté comme le démontrent les crises répétées depuis 1993, les changes au sein du SME. Mais ils conservent un retard considérable dans la coordination des politiques économiques, et dans la formulation d'objectifs et d'échéances clairs, communs pour la mise en œuvre de la monnaie unique.

L'absence de conclusion probante du sommet de Majorque, les propos alarmistes du chef du gouvernement français sur l'état de péril national des finances publiques, les inquiétudes formulées par les plus hautes autorités économiques allemandes sur les échéances de Maastricht ne sont pas de nature à rassurer les marchés et à assouplir les contraintes qu'ils exercent sur les politiques macro-économiques des Etats. Tout se passe comme si les Etats avaient décidé de libérer les forces du marché sans mettre en place simultanément les outils leur permettant de dialoguer avec les intervenants et d'orienter les opérateurs. La spéculation n'est jamais aussi puissante que lorsque les Etats sont faibles et agissent en ordre dispersé. Faute de volonté européenne commune, les tentatives des marchés visant à manipuler les monnaies et à sanctionner les Etats disposent d'un espace d'expression important. Ces carences de la coopération politique en Europe attisent les crises et les tensions monétaires dans une période délicate de transition vers la monnaie unique pendant laquelle les opérateurs testent fréquemment la résolution des gouvernements.

Ce qui est vrai en Europe, l'est *a fortiori* à l'échelle mondiale : la faiblesse de la coopération des grandes puissances internationales réunies au sein du G7 sur la définition d'objectifs de parités monétaires et de mécanismes de coopération et de stabilisation facilite les mouvements spéculatifs. Faut-il invoquer la fatalité, ou plutôt l'idéologie libérale qui oriente la politique des Etats-Unis en cette matière et les égoïsmes nationaux qui l'emportent sur la volonté de coopérer ?

Des marchés peu fréquentables

La culture défensive des gouvernements face aux forces obscures du marché joue également un rôle déterminant. Le refus de penser la politique économique dans un « espace marchéisé » conduit les Etats à multiplier les erreurs de communication au nom de la liberté du politique et de la responsabilité démocratique. Les Etats continuent souvent à considérer comme un abaissement de leur souveraineté la nécessité d'inscrire et de vendre leur politique dans le cadre des marchés. Tout se passe comme si le lobby des marchés faisait peser, par sa nature même, une menace sur la souveraineté nationale. Personne n'est surpris que le Gouvernement entame un dialogue avec les agriculteurs, les patrons ou les fonctionnaires. Ce dialogue, pour peu qu'il soit équilibré et qu'il n'entrave pas la liberté d'action et la capacité de réforme des gouvernements, apparaît même comme un

garant de la démocratie. S'agissant des marchés, forces obscures internationales désireuses de mettre la politique sous tutelle et les Etats en coupe réglée, les tabous et les blocages l'emportent sur la nécessité du dialogue.

Trouverait-on aberrant que le ministre des Finances aille présenter à Londres, à New-York ou à Zurich la politique budgétaire de son gouvernement aux investisseurs qui détiennent ou sont susceptibles d'acquérir les milliards de titres d'Etat ? Peut-on faire le choix du financement non monétaire du déficit budgétaire et refuser de se soumettre à l'exigence de dialogue avec les marchés ? Ce que les présidents des grandes sociétés cotées font dans les tournées extérieures auprès des investisseurs, les gouvernements peuvent-ils encore longtemps s'en affranchir ? La raideur, le mépris vis-à-vis des marchés permettent sans doute des gains politiques à courte vue dans l'ordre interne. Mais le prix à payer dans le long terme est sans aucun doute disproportionné par rapport à l'effort de dialogue et de pédagogie aujourd'hui nécessaire.

La dépossession du politique apparaît grandement illusoire. La tyrannie des marchés est souvent plus une justification aisée de la timidité ou du conformisme des choix de politique économique des gouvernements qu'une menace réelle. Le politique n'est dépossédé de sa liberté de manœuvre que s'il intègre dans sa pratique la peur irraisonnée des marchés qui s'ancre dans un imaginaire séculaire de méfiance vis-à-vis des puissances de l'argent. Inversement, si les gouvernements, qui ont libéré et volontairement augmenté la puissance des marchés, acceptent de dialoguer de manière cohérente et confiante avec eux, l'interdépendance des marchés et des Etats peut trouver un équilibre plus stable. Mais, une fois encore, la clé est politique. Si les marchés peuvent se passer dans leur action d'une coordination des acteurs, les mécanismes de comparaison envieuse et d'agrégation des comportements tenant lieu de force d'orientation, les Etats doivent en passer par la mise en œuvre de véritables politiques économiques concertées et par l'ouverture d'un dialogue véritable avec les acteurs du marché.

Le cas français

Un marché de taille insuffisante...

Le marché financier français souffre d'une insuffisance de taille par rapport aux grands marchés de référence que sont New York et surtout Londres qui lui est plus comparable. La capitalisation boursière du marché action de la place de Londres était, fin 1994, de 6 488 milliards de francs contre 2 415 milliards de francs pour la place de Paris. Au Royaume-Uni, la capitalisation boursière du marché action représente

plus de 125 % du PIB contre 38 % en France (Gillet et Minguet, 1995). Le nombre de sociétés nationales cotées au Royaume-Uni est trois fois supérieur au nombre de sociétés françaises cotées à Paris.

La Bourse de Paris souffre de l'étroitesse de son marché par rapport à sa richesse nationale, étroitesse liée à l'importance du secteur public qui a longtemps réduit la souche d'entreprises, susceptibles d'accéder à une cotation entière, à une tradition de méfiance vis-à-vis des marchés et à la défiance induite par des expériences anciennes malheureuses comme celles du Canal de Panama ou des emprunts russes qui marquent encore l'esprit des épargnants. Les désillusions récentes rencontrées dans le financement de grands projets nationaux ne sont pas de nature à améliorer, dans la durée, la relation des petits actionnaires avec le marché français.

Les privatisations devraient permettre d'élargir le nombre et la qualité des grandes entreprises cotées à Paris et conduire à une amélioration de la position relative de la place de Paris par rapport à ses grands concurrents. Cependant, en dépit d'introductions en bourse significatives, la plupart des opérations ont concerné des entreprises déjà cotées et les performances d'ensemble médiocres, enregistrées depuis les privatisations, annulent les effets positifs sur la capitalisation de la place des nouvelles introductions. Les privatisations depuis 1993 ont permis de placer plus de 100 milliards de francs de titres nouveaux auprès d'investisseurs français et internationaux. Mais, ce placement qui a pu être mené à bien au cours de l'année 1993 et du début de 1994, sans concurrencer outre mesure les autres opérations, n'a pu se poursuivre au cours de la fin de l'année 1994 et du début de l'année 1995 qu'au détriment des autres sociétés désireuses de recourir au marché. Les mauvaises performances boursières des sociétés privatisées ont raréfié les investisseurs individuels et conduit à développer la part des placements dirigés vers les grands investisseurs français et internationaux créant un effet d'éviction pour les autres sociétés désireuses de lever des capitaux.

... et de structure fragile

La taille insuffisante du marché français se décline également dans le faible nombre de valeurs ayant une capitalisation unitaire importante. En Grande-Bretagne, les dix premières valeurs ont une capitalisation globale de plus de 1 300 milliards, soit plus de la moitié de la capitalisation de la place de Paris. Ces dix valeurs ont une capitalisation individuelle supérieure à 90 milliards. En France les dix premières valeurs ont une capitalisation de 615 milliards de francs et la première entreprise par la capitalisation est au niveau de la dixième britannique (Gillet et Minguet, 1995). Cette faiblesse de la place de Paris au niveau des entreprises se retrouve du côté des investisseurs. Ainsi, les principaux investisseurs à Londres sont respectivement les fonds de pension avec 34,2 %, les actionnaires individuels avec 17,7 %, les compagnies d'assurances avec 17,3 % et les non-résidents avec 16,3 %

(Gillet et Minguet, 1995). En France, les premiers investisseurs sont les ménages avec 37 %, suivis des sociétés non financières avec 21,4 %, des institutions financières 13,8 % et du reste du monde 18,3 % (Saint-Geours, 1994).

Cette comparaison démontre à l'évidence que l'absence de fonds de pension en France constitue une lacune importante pour la place de Paris en termes de capacité de placement de titres de capital des sociétés cotées. Mais cette lacune va bien au-delà. Elle induit une disproportion de compétences et de pouvoirs entre émetteurs et investisseurs qui est préjudiciable à la réputation et à l'équilibre de la place de Paris. En effet, l'absence de fonds de pension français puissants exerçant pleinement leur pouvoir actionnarial au sein des assemblées générales induit un sentiment d'impunité de dirigeants dont les censeurs ne sauraient être ni leurs pairs, dirigeants de groupes amis, unis par des liens de capital incestueux, ni les fonds de pensions étrangers trop éloignés physiquement et culturellement pour exercer pleinement leurs pouvoirs.

L'absence de fonds de pensions nationaux puissants n'est pas seulement un handicap en termes de capacité d'investissement et de taille du marché français. Il est un facteur facilitant du mépris dans lequel les dirigeants, avec l'approbation de leurs conseils, tiennent encore trop souvent les actionnaires. Aussi longtemps que l'équilibre entre les émetteurs et les investisseurs ne sera pas sensiblement modifié sur la place de Paris, le marché demeurera un marché provincial. Il va de soi que les quelques centaines de fonds qui disposent de 37 % de la capitalisation boursière britannique sont infiniment mieux à même de se faire entendre et de faire respecter leurs droits que les quelque cinq millions d'actionnaires français disposant d'une fraction identique de la capitalisation boursière nationale. L'existence d'un actionnariat individuel puissant est souvent considérée à raison comme une richesse pour une place financière, à condition toutefois qu'existent, à ses côtés, des investisseurs puissants et réellement indépendants, capables de défendre leurs intérêts communs.

La place de Paris souffre également du déséquilibre entre la taille de son compartiment action et celle de son compartiment obligataire. Les transactions sur les obligations domestiques représentent en France un volume sept fois supérieur au marché des actions au Royaume-Uni et en Allemagne, les transactions sur le marché obligataire domestique sont moins de trois fois supérieures à celles du marché domestique des actions.

A Paris, les 15 premières valeurs les plus actives sont des obligations assimilables du Trésor. Parmi les 30 premières valeurs négociées, on ne trouve que 6 actions cotées contre 24 obligations. La capitalisation boursière du marché obligataire est de 3 700 milliards de francs à Paris contre 2 400 milliards pour les actions au 31 décembre 1994. Parmi les obligations, la part prépondérante est occupée par les titres émis par l'Etat et le secteur public et parapublic qui représentent 80 % de la capitalisation boursière obligataire (SBF, 1994). Aussi la

place de Paris présente-t-elle une sensibilité excessive aux variations de taux d'intérêt et à la politique budgétaire du gouvernement. Le marché des actions offre un débouché insuffisant pour les capitaux à la recherche de placements unitaires importants et liquides et le marché obligataire, par son volume et la prépondérance des titres publics et parapublics, conditionne l'évolution de l'ensemble de la place en fonction de critères qui relèvent davantage de la politique économique et budgétaire menée par le Gouvernement que de la gestion des sociétés cotées.

Cet effet est aggravé par les contraintes de la politique monétaire choisie par la Banque de France qui entraîne une politique de taux courts structurellement élevés pour défendre la parité franc-mark. Le niveau des taux monétaires entraîne une désaffection du marché des actions et conduit à privilégier des placements sans risques à rendements garantis élevés au détriment du marché plus risqué et affecté par la politique d'argent cher. La combinaison d'une sur-représentation du compartiment obligataire par rapport au compartiment action, de la domination de plus en plus marquée du marché obligataire par les titres d'Etat, de la politique de taux court élevés pour protéger la parité franc-mark, fait du marché français un marché fragile et déséquilibré.

Un marché en voie d'asphyxie

Depuis cinq années, le CAC 40 n'a pas progressé. Pire, s'il franchissait la barre des 2 000 points le 31 décembre 1989, il tourne aujourd'hui autour de 1750-1800 points. Dans le même temps, les principales places concurrentes de la France (New York, Londres et Francfort) connaissent des indices au plus haut ou proches des plus hauts. Les investisseurs français et étrangers qui ont choisi d'investir dans les actions françaises ont eu pour seul rendement le produit de leurs dividendes qui ne suffisent pas à compenser sur la période les pertes en capital. Bien évidemment, on ne saurait tirer de cet état de fait conjoncturel une condamnation durable du marché français, qui a atteint au plus haut 2 360 points au début de l'année 1994, après une année 1993 qui s'était conclue par une hausse de 22 %. Cependant, le trou noir dans lequel se trouve la place de Paris est d'autant plus alarmant qu'il repose sur une concentration de facteurs dont on voit difficilement comment ils pourraient, dans un horizon prochain, être modifiés sensiblement.

Ces facteurs sont, sans ordre de priorité : la dégradation de la situation des comptes publics, les taux d'intérêt réels structurellement élevés, les attaques monétaires récurrentes contre le franc depuis 1993, les conséquences durables de la crise immobilière sur les valeurs financières qui représentent une part importante de la capitalisation, l'absence de fonds de pensions.

Le retard des groupes français dans la communication financière, le contrôle incertain exercé par les conseils d'administration et l'impunité trop grande des dirigeants, la présence maintenue de l'Etat en ce qui concerne les nominations ou certaines décisions stratégiques grâce aux dirigeants amis et aux liens capitalistiques mis en place à l'occasion des privatisations dans les plus grands groupes nationaux et l'absence de culture de respect de l'actionnaire contribuent à donner de la Bourse de Paris l'image d'une place provinciale dans laquelle les actionnaires sont souvent peu respectés. Un marché qui ne progresse pas, des contrôles qui ne jouent pas ou peu pour sanctionner les mauvaises gestions, des résultats qui déçoivent les investisseurs, de la perte de confiance dans la capacité des gouvernements à créer un environnement favorable à la croissance font du marché des actions un marché en voie d'asphyxie.

Le marché obligataire souffre, lui aussi, de la perte de confiance dans la capacité du pays à freiner la croissance de sa dette, qui pousse les écarts de rendements à la hausse par rapport au marché allemand de référence et entraîne une chute de la valeur des titres, et de la faiblesse du franc qui fait craindre aux intervenants étrangers des pertes de change sur des actifs libellés en francs. La capacité à placer les titres obligataires auprès des investisseurs internationaux en est affectée, ce qui renforce les tensions sur le marché et accentue le sentiment des investisseurs qu'il faut se tenir à l'écart de la France.

Cette défiance des investisseurs internationaux vis-à-vis du marché français accentue la pression sur le gouvernement et renforce la paranoïa des politiques vis-à-vis des spéculateurs, alors que le marché français souffre d'un phénomène d'implosion que l'on souhaite conjoncturel. On se trouve aujourd'hui dans une spirale dangereuse dont il faut mesurer les conséquences dans le long terme. Le faisceau de défiance et de menaces qui pèse sur l'évolution du marché est suffisamment grave pour que les investisseurs étrangers, qui jouent un rôle essentiel dans la liquidité de la place et dans la détermination des courants de fonds orientant le marché, se désengagent durablement. Ce désengagement du marché français, le cas échéant à perte, représente pour eux une solution acceptable dans la mesure où leurs marchés d'origine sont au plus haut et où la part de leurs actifs placés à Paris est marginale. *A contrario*, les investisseurs français voient se dévaloriser la part essentielle de leurs actifs sans pouvoir réagir et ce mouvement accentue la déconfiture d'ensemble de la place.

Il ne faut bien évidemment pas tirer des conséquences à trop long terme de ce mouvement. Mais il n'en demeure pas moins vrai qu'un marché qui, durablement, ne progresse pas, est dans une configuration de compétition mondiale des places financières un marché qui s'asphyxie progressivement. La prétention de la place de Paris de rivaliser avec Londres est désormais clairement utopique, celle de lutter avec Francfort apparaît au fil du temps de plus en plus illusoire. Mais, là encore, la clé est moins technique ou financière que psychologique : les marchés vivent avant tout des passions des opérateurs qui s'enracinent dans la confiance plus que dans les faits.

Conclusion

Les marchés financiers exercent une influence croissante sur la vie économique. Le volume des transactions, leur incidence sur les parités monétaires, le niveau des taux d'intérêts monétaires et obligataires, constituent une force avec laquelle les gouvernements ou les banques centrales éprouvent de plus en plus de difficulté à faire jeu égal. Les marchés, le marché devrait-on dire, s'est doté de tous les atouts de la modernité et de la plus grande sophistication technologique : dématérialisation, interconnexion, produits dérivés de plus en plus élaborés, programmes de négociation... Cette évolution vers un marché mondial unique fonctionnant en temps réel à partir d'un flot d'informations continu vingt-quatre heures sur vingt-quatre ne s'est pas accompagnée d'une disparition des éléments qui fondent les positions des agents : la confiance et les anticipations.

La sophistication croissante des marchés et la multiplication des transactions sur des marchés d'échanges d'actifs et dérivés n'a pas remis en cause les mécanismes psychologiques fondamentaux qui sont la clé du comportement des agents : la confiance dans les émetteurs qui intègre des éléments financiers objectifs et une approche subjective, l'attention portée à la position des autres agents autant qu'à la propre conviction de chaque intervenant, les phases d'euphorie ou de déprimés cumulatives excessives, ou les phénomènes de fuites massives et de krach qui en découlent. La question de savoir si le développement du volume des transactions, combiné à l'apparition de générations successives d'instruments dérivés, est de nature à aggraver la fréquence et l'impact des comportements erratiques des agents n'a, à ce jour, pas été tranchée. On peut intuitivement considérer qu'ils contribuent à augmenter la volatilité en raison des transactions qu'ils induisent sur les marchés sous-jacents et de leur nature même de marché d'anticipation. Cependant, ce serait une erreur de perspective que d'imputer aux outils nouveaux dont se sont dotés les marchés les travers qui tiennent à la finitude de leurs agents.

La vie des marchés s'articule autour d'un rythme temporel double : celui de la recherche fondamentale et de l'analyse et celui de la réaction instantanée aux informations délivrées. Le premier rythme, qui est celui des analystes et des investisseurs de long terme, produit à partir d'évaluations raisonnées les trajectoires de fond du marché qui, avec plus ou moins de bonheur, parfois avec excès ou emphase, tentent d'anticiper les tendances observées dans l'économie réelle. Le second rythme, plus heurté, plus aléatoire et volatile, est celui des arbitragistes qui exploitent de manière rapide, presque instinctive, un flot d'anticipations et d'informations, conduisant parfois à masquer ou opacifier les tendances de fond au risque de remettre en cause leur existence même ou leur simple rationalité.

Le marché voit donc coexister plusieurs logiques d'intervention en son sein, qui sont perméables les unes aux autres et créent un réseau de relations entre les acteurs de nature et de niveau différents. Quelles qu'elles soient, ces relations sont cependant marquées par l'influence des facteurs psychologiques qui n'a nullement diminué avec la globalisation des marchés. Sous le vocable commun de « crédibilité » ou de « lisibilité » que l'on a coutume d'utiliser désormais, on retrouve, quels que soient les agents, une même exigence de transparence, de qualité d'information, de ligne stratégique claire, d'unité d'action, qui sont à l'origine de l'humeur des opérateurs.

Il est donc vain de chercher à établir des règles définitives sur le marché. Tout mouvement est causé par une cause première – souvent une information ponctuelle – dont l'impact sur les opérateurs ne peut être déchiffré qu'en s'interrogeant sur l'histoire des réseaux de relations tissées entre une place financière, un Etat ou un émetteur avec les différents agents. Certains infèrent de cette ambiguïté des signes et de cette opacité des mouvements une rationalité défailante des marchés. Il semble plus productif et plus proche de leur pratique quotidienne de s'intéresser à la nature de leur rationalité. Les agents ne réagissent pas en fonction d'une rationalité financière de type mécanique (telle annonce provoquant inévitablement tel mouvement) mais plutôt d'une rationalité compréhensive de nature moins analytique et plus politique. D'où l'importance, pour comprendre les mouvements des marchés de long ou même de court terme, d'éléments comme la mémoire des opérateurs, le contrat moral passé entre les acteurs, la loyauté des agents, la qualité du dialogue...

Les marchés sont à la fois le lieu social de l'arbitrage le plus radical privilégiant systématiquement la défection sur la prise de parole et également un espace politique dans lequel les jugements portés par les agents ne sont jamais de simples jugements financiers mais plutôt des appréciations de nature politique. Ce paradoxe est admirablement résumé par l'adage couramment répandu sur le marché : « Lorsque vous n'avez plus **confiance** dans le management d'une entreprise, vendez. » Cet adage appliqué à une place financière dans son ensemble ou à des titres d'Etat : « Lorsque vous n'avez plus confiance en la France, vendez » explique la nature de la contrainte qui pèse sur le politique.

Il ne faut cependant pas se tromper de perspective, dans le dialogue que se livrent, par marché interposé, les Etats et les opérateurs. Ce sont les Etats qui ont la main, et les opérateurs qui réagissent aux politiques choisies plus qu'ils ne contraignent les gouvernements. Les Etats ont choisi un mode de régulation macro-économique nouveau dans lequel la place et le pouvoir octroyés au marché vont croissant. En revanche, ils n'ont pas encore toujours pleinement pris en compte les conséquences de cette évolution et les changements de mode de gouvernement et de dialogue qu'ils imposent. L'image d'un bras de fer entre Etats et marchés, communément admise, est cependant trompeuse. La nature du lien entre marchés et sphères publiques est beaucoup plus riche qu'il n'y paraît : les premiers informateurs de

marchés par la qualité, la pertinence et l'impact de leurs analyses sont souvent des acteurs qui relèvent de la sphère étatique ou para-étatique (banques centrales, instituts de conjoncture, organisations internationales), et qui portent des jugements, parfois d'une grande sévérité, sur la politique des gouvernements dont les marchés s'emparent.

Les Etats gèrent plus ou moins heureusement leurs relations avec les marchés. La France est actuellement dans une phase de marchés dépressifs dans laquelle tout est en quelque sorte retenu contre elle. Cette situation tient aux caractéristiques propres du marché français, marché étroit dominé par les taux d'intérêt et contraint par les choix de politique monétaire de la Banque de France, mais aussi à la difficulté qu'éprouvent les hommes politiques à trouver le bon registre dans leur dialogue avec les marchés. La France souffre en effet dans ses relations avec les marchés financiers d'une méfiance traditionnelle forte à l'égard des opérateurs et d'une tentation permanente d'affrontement ou de dérision en face des marchés. Cette attitude et ses conséquences dommageables s'enracinent dans le refus de penser la relation entre la politique économique et les marchés sur un mode autre que celui de la rivalité et de la sanction. Rivalité entre la légitimité démocratique du Gouvernement et la puissance financière aveugle des marchés et sanction des opérateurs contre les choix politiques. Faute de penser la contrainte des marchés dans le cadre d'ensemble de la politique macro-économique et d'accepter un dialogue ouvert avec les acteurs des marchés, la rigidité, quand ce n'est pas l'invective, et la défiance amorcent une spirale d'incompréhension réciproque.

Les marchés ne dépossèdent pas les gouvernements de leurs prérogatives. Ils les obligent à mettre en œuvre, et en scène, leur politique dans un nouvel espace social à l'échelle de la planète, dont ils ne possèdent ni les clés ni le contrôle. En cela, ils enserrant les politiques dans un espace nouveau doté d'une régulation complexe qui les oblige à remettre en perspective leurs pouvoirs et à adopter de nouveaux comportements. Faute d'aimer les marchés et d'en accepter les règles du jeu, les Etats en payent le prix.

Références bibliographiques

- BOURGUINAT, Henri, 1995 : *La tyrannie des marchés. Essai sur l'économie virtuelle*, Economica.
- COURS DES COMPTES : Rapport sur l'exécution des lois de finances en vue du règlement du budget de l'exercice 1994.
- FITOUSSI, Jean-Paul, 1995 : *Le débat interdit : monnaie, Europe, pauvreté*, Arléa.
- GALBRAITH, John Kenneth, 1992 : *Brève histoire de l'euphorie financière*, Le Seuil.
- GILLET, Roland, et Albert MINGUET, 1995 : *Micro-structure et rénovation des marchés financiers en Europe*, PUF.
- HIRSCHMANN, Albert, 1970 : *Exit, voice and loyalty*, Harvard University Press.
- LORDON, Frédéric, 1994 : « Marchés financiers crédibilité, et souveraineté », *Revue de l'OFCE* n° 50 juillet.
- OCDE, 1995 : *Etudes Economiques*, France.
- OLSON, Mancur, 1978 : *Logique de l'action collective*, PUF.
- SAINT-GEOURS, Jean, 1994 : *Les marchés financiers*, Flammarion.
- SBF : L'année boursière 1994.