



LES PROMESSES NON TENUES

FRÉDÉRIC GENEVRIER*

La modernisation des marchés financiers a nourri une fantastique expansion de l'économie de l'intermédiation. Les acteurs de ces métiers, sociétés de gestion, sociétés de Bourse, banques d'investissement, ont su mobiliser les technologies de l'information pour asseoir ce développement. Mais, les capacités de traitement de l'information mises en place pour rationaliser l'acte d'investissement n'ont pas rempli leurs objectifs. Bien au contraire. L'intermédiation n'a pas su ou pu consommer l'information dont elle était si friande. Sa diffusion en masse l'a emporté sur son analyse, contribuant par là même aux conditions d'émergence de la bulle spéculative.

Ce texte est un témoignage sur une crise dont l'ampleur commence simplement à modifier le comportement des acteurs. Il est avant tout impressionniste. Une conviction l'emporte : la confiance a déserté les marchés financiers. Les promesses des années de modernisation n'ont pas été tenues.

DE LA MODERNISATION À LA « BULLE »

Plus l'information est abondante, plus l'efficacité des marchés peut s'exprimer. Jamais les informations disponibles pour les opérateurs n'ont été aussi nombreuses et diversifiées. Jamais les moyens techniques de les traiter n'ont été aussi performants. Et jamais les cours de Bourse n'ont semblé aussi éloignés de la réalité économique qu'ils sont censés exprimer.

La destruction de valeurs, pour partie virtuelle, réalisée par les marchés financiers, depuis trois ans, doit faire sourire plus d'un observateur. Elle alimentera, à n'en pas douter, l'argumentaire des opposants à la création des fonds de pension, voire à la libéralisation des marchés.

Le marché financier a beau être un lieu de confrontations, d'anticipations, il est délicat d'expliquer des écarts de cours de 20 à 30 % dans une seule

* Analyste financier, Tradition (groupe Viel).



séance, ou une division par 20 ou 40 sur deux ans comme pour France Télécom ou Alcatel. Le professionnalisme aurait-il déserté ce lieu ?

L'histoire semblait pourtant très prometteuse. Elle naît à la fin des années 1970. Les marchés financiers connaissent alors une formidable modernisation, concomitante d'une réhabilitation de l'esprit d'entreprise. Le marché revendiquait, aux côtés de l'État, un rôle actif dans l'allocation des ressources d'épargne. La notion de marché se développait dans le temps et l'espace : une valeur cotée entre 12 h 30 et 14 h 30 voyait ses plages horaires toujours agrandies. Quand le temps résistait, c'était l'espace qui s'offrait. Cotée à Paris, une valeur pouvait être cotée à New York, à Tokyo. Pour satisfaire les besoins de nouvelles catégories d'intervenants, une même réalité économique, l'entreprise, pouvait offrir plusieurs types de supports : les actions bien sûr, mais aussi les options, les warrants et les bons de souscription.

L'économie de l'intermédiation, qui est née de ce mouvement, a trouvé dans les technologies de l'information un allié de poids. C'est l'information qui produit les mouvements de ces multiples instruments financiers. Sa masse, sa rapidité de diffusion sont des outils de marketing redoutables. Les repères ont été brouillés. Ajoutés à cela, une appétence plus forte pour le risque, un retour de la croissance et les conditions de la bulle spéculative étaient réunies.

À la perte de repères à la hausse, les marchés financiers mondiaux vivent, depuis le 11 septembre, une perte de repères à la baisse. C'est l'autre facette

d'une même dynamique. Il s'alimente d'un contexte économique et mondial inverse. À la croissance sans fin par la productivité, font place les craintes d'une stagnation longue. Les menaces de conflits interétatiques ont remplacé les bénéfices d'un monde en paix et globalisé. L'éclatement de la bulle se traduit avant tout par une crise de confiance majeure. L'ampleur de ce mouvement est patent aux États-Unis, à travers la crise institutionnelle de Wall Street. La seule inconnue est sa durée.

TROP D'INFORMATIONS TUENT L'ANALYSE

Le marché financier est un lieu de confrontations d'une offre et d'une demande de capitaux. Ce jeu a besoin de règles pour fonctionner en toute confiance, pour permettre la meilleure allocation du couple risque/investissement de chaque classe d'acteurs. De manière sommaire, le marché est un lieu où l'on trouve des « spéculateurs » et des « investisseurs ». Ils entretiennent un rapport différent au temps. Mais ce sont les deux faces d'une même pièce. Le marché a intrinsèquement besoin des deux pour s'exprimer.

La baisse des cours a conduit, depuis juillet 2002, à la disparition de la deuxième catégorie : les investisseurs. Les incertitudes géostratégiques ou économiques ne sont pas seules en cause. Les conditions techniques propres à l'exercice du métier d'investisseur, au sein du marché financier, sont devenues très délicates. La confiance a été profondément ébranlée. Les agents de



cette confiance, analystes financiers principalement et commissaires aux comptes plus marginalement en Europe, n'ont pas joué leur rôle.

Le marché, tout au long des années 1990, a accru ses capacités de recherche. Elles étaient présentées comme l'expression de la modernisation de la notion d'investissement. L'analyse des données chiffrées, l'accès au plus grand nombre dans des conditions égales, la spécialisation sectorielle étaient autant de gages d'une performance de gestion. Le fameux « tuyau » appartenait à un âge révolu.

Ces moyens objectifs d'aide à l'investissement auraient dû formellement agir comme autant de garde-fous, face à l'engouement pour le phénomène technologique. Au nom de la transparence, une masse considérable d'informations a été fournie aux professionnels du marché. Mais, paradoxalement, elle n'a pas permis d'éclairer le choix de l'investisseur parce que souvent ignorée, parfois transportée mais jamais analysée.

La lecture attentive du rapport annuel de Vivendi aurait sans nul doute permis d'éveiller la vigilance des investisseurs bien avant l'exercice 2001. Les ferments des errements stratégiques n'étaient peut-être pas isolables dès 1997. Mais la difficulté à combiner des endettements et des liquidités était déjà patente. Les commissaires aux comptes avaient, pour les lecteurs attentifs isolés çà et là, quelques précisions juridiques et financières qui devaient mettre sur la voie du doute.

Le charme de Jean-Marie Messier était authentique. Son action, jusqu'en 1997, était pertinente. Mais l'unanimité qui a accompagné ses initiatives

jusqu'au rapprochement avec Seagram et Canal Plus était surprenant. D'autant qu'il a été « reproduit » par les analystes qui travaillaient au sein des équipes de recherche, dont s'étaient dotées les grandes maisons de gestion sur le mode anglo-saxon. Ainsi, le deuxième verrou de la dynamique d'investissement constitué pour échapper à la logique « commerciale » des sociétés de Bourse n'a pas fonctionné. Ce filtre supplémentaire n'a pas joué son rôle ; bien au contraire, il a pu agir comme un amplificateur.

La note d'information de la Commission des opérations de Bourse (COB, visa n° 98-529) sur Alstom, en 1998, donnait beaucoup d'informations sur les risques implicites que constituait cette offre de placement garanti par les tuteurs historiques, Alcatel et Marconi. GE a annoncé clairement sa volonté de retirer la licence d'exploitation des turbines à gaz. La « contrainte ABB » était là. Les actionnaires sortants avaient, préalablement à la cotation, repris le « surplus de fonds propres » dont disposait l'équipe de Pierre Bilger : près de 3 milliards d'euros. Le profil de risque ne s'en trouvait-il pas impacté ?

Il est donc logique que les conditions de l'acte d'investissement subissent une profonde remise en cause. Après tout, l'économie de l'intermédiation, sociétés de Bourse et sociétés de gestion, analystes comme gestionnaires, ont une part de responsabilité dans la plus vaste destruction de valeurs jamais réalisée. L'accroissement fantastique des capacités en matière de recherche n'a pas empêché le marché de connaître une phase de déséquilibre prononcé.

RETOUR DE LA VALEUR TEMPS

Cette crise aura une deuxième conséquence. Le marché financier va devoir retrouver une humilité. Et, avec cela, sa vraie place dans l'économie. C'est-à-dire, juge des conséquences financières de décisions stratégiques engagées par des entrepreneurs.

La dynamique acquise au cours des années 1990 a pu donner au marché un sentiment de dominer l'économie. Habituellement là pour sanctionner des initiatives prises par des entrepreneurs, le monde financier revendiquait implicitement un leadership sur le monde industriel. La finance avait découvert les règles qui dominent le monde de l'économie. Comment expliquer les valorisations qui étaient pratiquées, notamment dans le secteur technologique, sinon par l'abolition de la valeur temps dans l'équation risque/rentabilité qui accompagne tout acte d'investissement ? Cette marginalisation volontaire de ce paramètre était une prétention bien naïve et coupable.

France Télécom a été « valorisée » comme une valeur de croissance, alors qu'elle restait enserrée dans un corset institutionnel et juridique que men-

tionnait clairement son document de référence. Les acteurs du marché ont ainsi fait croire à Michel Bon qu'il disposait d'une richesse importante. Il s'est laissé abuser en mettant de la dette réelle derrière une valorisation virtuelle. Le sésame était « l'entreprise *value* ». Il a fait la fortune des créanciers, et a consacré la perte d'autonomie stratégique de la maison France Télécom. La principale responsabilité de Michel Bon est là : ne pas avoir protégé la société, dont il avait la charge, des errements du marché financier.

Une maîtrise imparfaite de l'expansion par les acteurs de l'intermédiation financière a peut-être durablement handicapé le statut des marchés financiers dans l'allocation de l'épargne. La crise institutionnelle que traverse Wall Street traduit la difficulté de la profession à amender son organisation et ses pratiques. Le pouvoir acquis par un juge fédéral, Leon Spitzer, et la difficulté de la Securities and Exchange Commission (SEC) à retrouver une légitimité, en sont les meilleures expressions. L'autorégulation a sans nul doute trouvé ses limites. Il y aurait quelque chose au-dessus des marchés !