

## COMMENTAIRE

Sylvie Verlhac

*Adjointe de direction, Banque de France*

L'étude que Vassilis Panaghos consacre à la Bourse d'Athènes présente l'intérêt majeur, souligné d'ailleurs par l'auteur lui-même, de fournir des informations sur un marché encore très mal connu.

V. Panaghos cherche à vérifier, dans le cas de la Bourse d'Athènes, la pertinence de la théorie des « marchés efficients », en analysant les déterminants et les caractéristiques des variations des cours des actions, notamment en liaison avec les informations qui arrivent sur le marché.

L'auteur fait observer que cette approche théorique conserve, selon lui, un intérêt certain lorsqu'elle est appliquée à des marchés de taille petite ou moyenne. Il teste successivement deux formes d'efficacité : la « forme faible », dans laquelle les variations des cours constituent seulement un processus stochastique aléatoire ; la « forme semi-forte », dans laquelle les cours s'ajustent instantanément aux informations nouvelles publiées.

Bien que les résultats des tests ne fournissent pas, comme le note l'auteur, des conclusions définitives, V. Panaghos juge que la formation des prix sur la Bourse d'Athènes s'effectue dans l'ensemble, et malgré « quelques petites réserves », d'une manière « efficace ».

Il indique toutefois lui-même que les conditions dans lesquelles il a pu procéder à ces tests ne sont pas toujours satisfaisantes. Il évoque même « le manque total de données statistiques ». Il est vrai que les tests sont effectués sur des échantillons variant de 45 à 10 actions seulement, ce qui en limite évidemment la représentativité, voire la validité.

Par ailleurs, il n'est pas toujours aisé de suivre le raisonnement de l'auteur. Il existe en particulier un décalage troublant entre la fragilité reconnue des résultats présentés et le caractère quelque peu péremptoire des conclusions qui en sont tirées. Ainsi, dans le test de la forme « semi-forte » d'efficacité, il est étonnant de lire que V. Panaghos considère que l'évolution des cours est expliquée « dans une grande mesure » par les profits et dividendes, alors que le seul cas où cette proposition peut être acceptée (cas des actions à cours faibles) est explicitement signalé comme irrecevable, « les paramètres de la régression n'étant pas statistiquement significatifs ».

Enfin, de façon générale, il n'est pas impossible que les traits particuliers

du marché financier grec rendent délicate l'application des différents tests d'analyse de la formation des prix.

La Bourse d'Athènes a certes connu, au cours des années récentes, un essor remarquable, dont V. Panaghos énumère les principaux signes, et qui justifie sans doute l'intérêt que peuvent lui porter les économistes. Il apparaît toutefois que ce regain de vitalité est à la fois limité dans son ampleur et précaire dans son fondement.

L'une des marques majeures du développement de la Bourse est l'augmentation du nombre de sociétés cotées, passé de 116 en 1985 à 145 à 1990. Il demeure que moins d'un quart des principales entreprises grecques sont présentes sur le marché, qui est en outre fortement concentré puisque les dix premières sociétés représentent 50 % de la capitalisation totale.

Le fait même qu'un nombre croissant de firmes se soient adressées au marché financier peut certes, dans un premier temps, être expliqué par l'amélioration effective des résultats des entreprises constatée après la mise en œuvre du plan de stabilisation de 1986-1987. Mais la poursuite de l'élargissement de l'offre au cours des deux dernières années semble tenir surtout au caractère dissuasif du niveau élevé des taux d'intérêt bancaires (actuellement de l'ordre de 30 %) qu'impose la situation économique générale.

Parallèlement à l'offre s'est développée une demande résultant de liquidités très abondantes, alimentées en partie par le déficit béant des finances publiques (20 % du PIB en 1990), et que la recrudescence de l'inflation a orientées vers le marché boursier aux dépens des formes plus classiques de placement tels que les dépôts bancaires.

L'ampleur de la croissance des liquidités arrivant sur le marché, bien supérieure à celle de l'offre, a provoqué l'envolée des cours constatée ces deux dernières années. Cette montée spectaculaire s'est toutefois effectuée avec de nombreux à-coups (l'indice a, par exemple, progressé de plus de 300 % de janvier à juillet 1990 avant de chuter de 50 % environ), l'étroitesse du marché le rendant particulièrement sensible aux fluctuations de la demande et de la confiance des investisseurs, notamment non-résidents.

En définitive, jusqu'à présent, la vitalité de la Bourse d'Athènes apparaît dans une certaine mesure comme l'image inversée des déséquilibres économiques, et semble en partie avoir reposé, paradoxalement, sur les évolutions défavorables de la situation générale. C'est en ce sens que ce marché, loin d'être « efficient », apparaît encore très instable et présente plusieurs traits qui lui confèrent un caractère plutôt « spéculatif ».

Certes, des réformes en cours ou prévues cherchent à améliorer les conditions de fonctionnement. En particulier, le développement des fonds communs de placement devraient permettre de fixer et structurer la demande.

Ces réformes contribueront sans doute à augmenter le niveau d'efficacité du marché.

Pour l'instant, la Bourse d'Athènes présente encore des caractéristiques particulières qui expliquent sans doute l'avertissement un peu brutal relevé dans la brochure d'une société de gestion de portefeuille grecque installée à Londres : « (le placement à Athènes) ne convient qu'à des investisseurs subtils (*sophisticated*) qui comprennent bien les risques encourus ».