JEAN-PAUL TCHANG

De la criée au Globex : l'interconnexion des marchés

L'abondance des informations en provenance des marchés consacre, via les médias classiques et nouveaux, la présence permanente du Marché dans nos existences. C'est une banalité que de rappeler que l'essor du marché financier international a accompagné celui du capitalisme industriel. L'innovation des financiers a toujours su faire face au développement accéléré des flux de marchandises ou de capitaux. Le marché de change est aussi vieux que nos grandes maisons de négoce.

Jon Riley,
Bourse de New-York
© Fotogram-Stone

Bien avant que les marchés européens ne s'engouent pour les *Bonds* du Trésor américain, les emprunts russes étaient cotés à Paris et à Londres. Les premières crises de la dette des pays de l'Amérique latine remontent aux années vingt ; dans les années quatre-vingt , l'histoire n'a fait que se répéter. Quant au marché des Eurodollars, c'est au début de la Guerre Froide que les Soviétiques l'ont suscité pour mettre à l'abri leurs réserves de change. Tout n'est donc pas si nouveau ni à l'Ouest ou ni à l'Est. Côté technologie, le téléphone, les écrans Reuter, les ordinateurs ont équipé depuis longtemps nos banques dont l'argent transitait entre Pékin et New York via Londres par le réseau électronique SWIFT. Les grandes salles de marchés à Manhattan datent des années soixante-dix, et la Citibank avait ses propres satellites dès les années 1980.

La nouveauté réside dans le nombre de marchés dits organisés de par le monde, celui des produits financiers traités, celui des intervenants institutionels ou individuels, dans le degré de sophistication et d'abstraction des produits et enfin dans la masse sans précédent de capitaux virtuellement échangés sur ces marchés. La nouveauté c'est également le système médiatique que constitue en soi le fonctionnement du Marché.

Les instruments de dettes, les emprunts étatiques, des collectivités, des entreprises, des banques et des particuliers, tout est devenu actifs financiers négociables. La dernière nouveauté de Wall Strret a été l'émission du chanteur David Bowie, pas une émission de radio, mais une émission d'obligations (*bonds*)représentant ses cachets futurs. L'étalon d'échange marchand qu'est la monnaie, si abstrait fût-il dans sa conception depuis toujours, se démultiple encore sous des formes toujours plus élaborées. On n'échange plus seulement monnaie contre prêt, devise contre devise, mais taux d'intérêt fixe contre taux d'intérêt variable, différentiels de taux contre d'autres différentiels de taux, différentiels d'indice boursier contre taux d'intérêt. La marchandise universelle qu'est l'argent sous ses formes nouvelles, par l'organisation moderne de son marché, voit son statut assimilé à celui des " *commodities* ", les matières premières naturelles.
La condition *sine qua non* de ce développement est la standardisation abstraite des produits financiers. Elle constitue en même temps la spécificité des marchés financiers par rapport aux marchés classiques. La

standardisation des produits échangés a rendu possible l'interconnexion des marchés mondiaux et autorise l'activité des négociants quasiment vinght-quatre heures sur vingt-quatre. On peut intervenir successivement à Sydney, Tokyo, Hongkong, Singapour, Paris, Londres, Philadelphie, New York puis Chicago. La liste, on s'en doute, n'est pas exhaustive. Et lorsque le marché à la criée s'arrête, c'est le GLOBEX, un marché électronique, qui en prend le relais.

Les nouvelles technologies de transmission de données autorisent des mouvements instantanés de capitaux au mépris des frontières nationales. " Les étrangers ont massivement achetés nos actions ", ou " les fonds américains sont massivement vendeurs de nos obligations ", sont souvent des explications valides des variations de nos marchés nationaux. Ces gloses accréditent la croyance au caractère global et supra-national du Marché. L'image la plus éclatante de la mondialisation de l'économie est à l'évidence celle du marché financier. Renacler devant cette mondialisation apparaîtrait d'autant plus à contre-courant que les " Big Bang " des Places financières et " l'explosion " des technologies qui les accompagnent revêtent quant à elles, l'habit de la modernité. Soyez modernes, pensez mondial. La loi du marché qui soumet les nations et les hommes à ses moindres caprice serait devenue une nouvelle loi de la nature.
Le marché recèle d'ailleurs des dangers aussi grands que la nature elle-même. Par construction, sur les marchés dits dérivés, les produits financiers sont à effets de levier. C'est-à-dire que le volume traité peut être démesuré par rapport au montant des capitaux engagés. Compte tenu de l'abondance des capitaux disponibles pour ce type de spéculation, le volume notionnel " en position ouverte " se trouve gonflé à l'extrême. Là réside le véritable danger engendré par le marché lui-même. C'est ainsi que les engagements hors bilan des grandes banques internationales représentent un multiple démesuré de la taille de leur bilan réel. Des inquiétudes se font jour ici et là, à telle enseigne que certains esprits pessimistes décèlent un risque "systémique" inhérent au marché.

Marché, pouvoir médiatique

Tel spéculateur individuel, un "*local* ", au marché à terme de Chicago, traite par exemple du Deutsche Mark, qu'il n'a jamais vu de sa vie. Il achète ou il vend des contrats censés représenter chacun 125000 marks

livrables contre leur équivalent en dollars américains à une échéance fixée. Il est probable qu'il ne prendra ni ne livrera de marks à l'échéance, car entretemps il aura soldé sa " position ". Mais même s'il ne vend ou n'achète qu'un seul contrat, le prix de la transaction est instantanément diffusé sur les écrans des terminaux du monde entier. Ainsi médiatisée, l'information, en occurrence le dernier prix traité du Deutsche Mark, peut entraîner des réaction d'autres intervenants, sur le même marché ou sur des marchés connexes. D'autres prix sont conclus et deviennent des informations à leur tour, que guette le monde des *traders*.. Au grand public et aux autres acteurs de l'économie, le commentateur du journal du soir et les journaux du matin diront que le mark a monté ou baissé, tandis que le mark continue à être vendu ou acheté dans un autre fuseau horaire.

L'information qui relate le mouvement brownien des prix, par une puissante médiatisation sans cesse plus rapide et étendue, entretient ce mouvement. Le déséquilibre de l'offre et de la demande qui en résulte provoque en permanence de nouvelles actions. Le courant continu des informations sur les prix nourrit celui des ordres d'achat ou de vente et se confond avec lui. Le marché financier est un marché de l'information.

Pris individuellement, un prix de produit financier n'a qu'une réalité virtuelle, et ne concrétise tout au plus qu'un consensus instantané des partis en présence. Et pourtant c'est ce consensus qui prétend constituer la vraie mesure de la valeur des choses. Alors qu'en fait, la seule mesure exacte que le marché soit à même de fournir ne concerne que la variation de prix et ne s'applique aux choses qu'à la marge. L'information que constitue un prix de marché possède le pouvoir d'évaluer, de juger. Il n'est pas d'exemple plus nu du pouvoir des médias.

D'autres informations participent à la formation des prix. Comme le marché des céréales qui réagit à la métérologie ou à l'importance des récoltes en Chine, les marchés financiers tiennent compte de l'offre de la monnaie décidée par les Banques centrales. Ils scrutent aussi les indices économiques publiés aux dates et aux heures fixées à l'avance, - pour que personne n'ait un avantage sur les autres-, ils suivent les conférences de presse des autorités monétaires et les déclarations des personnalités. Et depuis toujours, ils réagissent aux événements politiques. L'issue incertaine de la bataille de Waterloo alimentait déjà les soubresauts à la Bourse de Londres. Mais aujourd'hui les bulletins de santé de Boris Eltsine et de Deng Xiao-ping arrivent plus vite dans les salles de marchés.

La surmédiatisation générale apporte sa contribution à l'essor du marché.

L'abondance des informations, qu'elle émane des marchés ou d'ailleurs, rend caduque la hiérarchisation de celles-ci dans la motivation finale du trader. Toute information peut être contrée par une autre qui arrive juste après. Des interprétations divergentes de la même information conduisent à des décisions contraires qui alimentent les opérations. De sorte que, *in fine* , la seule information utile reste la connaissance du comportement du marché et de ses participants. Tout le reste n'est que prétexte pour agir ou explication *a posteriori* .

Personne ne vérifie vraiment la qualité des informations, ni n'a le temps ou les moyens de le faire. Le marché réagira par exemple à telle statistique, tout en sachant qu'elle sera révisée au moins deux fois à des dates ultérieures et déjà fixées. Les mouvements dits paradoxaux sont choses courantes. La publication de tel indice a provoqué la chute du marché alors qu'elle aurait le faire monter? C'est parce que le marché l'avait déjà amplement anticipé. " Acheter sur rumeurs et vendre sur faits ", telle sera l'explication pour cette fois-ci. Le marché a toujours raison face à la raison de chaque trader. La seule rationalité d'un trader consiste à connaître la perte maximale qu'il pourrait supporter pour une espérance de gain donnée.
Si l'information était parfaite pour tous, il n'y aurait plus de marché puisque le consensus se ferait instantanément. Le marché serait aussitôt équilibré, sans offrir aucune opportunité d'arbitrage. Heureusement pour le marché, les intervenants ne sont pas plus égaux face aux informations qu'ils ne le sont en risques encourus. L'égalité de tous devant la transparence de du marché n'est qu'une illusion, tout comme sa prétendue vertu démocratique. Le message destiné à proclamer la légitimité du marché souverain contient étrangement la négation même du marché. L'égalité, si elle était, concernerait plutôt l'ignorance, car tous peuvent être victime d'une tricherie ou d'une folie. Souvenez-vous de la Banque Baring Brothers.
La vitesse et l'abondance de la transmission des données des marchés aboutit en fait à l'impossiblité pour le commun des mortels de comprendre le marché dans sa globalité. Diversité et complexité des produits obligent, les hommes de marché sont devenus spécialistes d'un système médiatique particulier, qui utilisent leurs propres codes et

jargons. Comme tous les initiés, ils détiennent le pouvoir basé sur le savoir. Les gouvernements les consultent, les dirigeants les écoutent, en attendant qu'ils deviennent eux-mêmes des dirigeants ou entrent dans les gouvernements.

La totalité des informations des marchés peut être représentée par des flèches qui montent et d'autres qui descendent, ou encore par divers diagrammes suivant les modèles quantitatifs retenus. Cet ensemble d'informations codifiées et quantifiées constitue la représentation, plutôt abstraite, des forces et contraintes de la vie économique matérielle. Mais la corrélation devient complexe à établir. Désormais, aux yeux de tous, le marché financier possède une vie autonome par rapport à l'économie réelle. Une crise du marché financier n'entraîne plus forcément une crise économique, de même qu'un pays en panne peut connaître une Bourse euphorique. Cependant sur le long terme, nous assure-t-on, les marchés se rapprochent toujours d'une représentation plus fidèle des fondamentaux réels de l'économie. En attendant, grâce aux produits financiers à effets de levier, le marché offre le spectacle amplifié des anticipations positives ou négatives sur le cours de l'économie, érigées en vérités du moment.

Les limites du marché

Chaque jour, le marché fait connaître la valeur de la signature de la France en fixant le prix des emprunts d'Etat français. À en croire le marché des emprunts d'Etat américain, allemand ou français, l'avenir à 10 ans de l'Occident vaut aujourd'hui environ 5,50 %/ par an. Fruits d'anticipations opérées par d'innombrables intervenants supposés intégrer, à chaque instant, la totalité des informations disponibles, ce prix de marché ne semble pouvoir souffrir discussion. Quant à l'avenir de Hongkong, depuis un an déjà, il s'est trouvé aligné par le marché sur celui de la Chine.

Que reste t-il de maîtrisable dans ce monde où tout est désormais " pricé " par le marché ? La libre circulation des capitaux à l'intérieur de l'Europe étant irréversible et le contrôle des flux en général étant techniquement impossible à l'heure de la télématique triomphante, la conclusion semble s'imposer de prime abord qu'il ne reste que peu de

moyens à la souveraineté nationale. Le risque est grand de voir les allocataires de capitaux mettre leurs fonds ailleurs au moindre faux pas de la politique économique ou monétaire. Devenu dépendant du marché international, les gouvernements doivent se plier à l'exercice de la rigueur afin d'inpirer la confiance des investisseurs et se montrer compétitif dans la quête des capitaux. Cela est vrai, mais n'est qu'une partie de la vérité.
En fait, les marchés laissent des pans entiers d'une réalité économique nationale à l'appréciation souveraine et politique du pays concerné. Tous les actifs d'une nation ne sont pas réductibles à la standardisation et ne peuvent donc faire l'objet d'une évaluation " objective " de marché. Le marché de gré à gré fournit le cas échéant des prix de transaction pour ces actifs non standardidés, prix qui sont plus ou moins en rapport avec leur valeur intrinsèque ou leur valeur d'usage, mais qui ne s'érigent en aucun cas en vérité absolue de référence. Tel est le cas notamment du patrimoine immobilier de la nation. On a bien cherché à créer un produit universel échangeable abstrait, qui serait " notionnel " en ce sens qu'il représenterait un certain nombre de mètres carrés construits. Mais toutes ces tentatives ont échoué. Or, précisément, le foncier et l'immobilier forment une part importante du patrimoine national et sa valorisation dépend entre autres des décisions politiques, locales ou nationales.

Le cas de la crise immobilière française est exemplaire. La démission du politique de ses responsabilités au profit des seules forces du marché s'est d'abord traduite par le laisser- faire. Dès la fin des années 80, pour l'immobilier résidentiel, la valorisation excessive du foncier élimina la demande naturelle, celle constituée par les ménages en mesure d'acheter un logement sur la base de leur seule épargne. Ne resta donc que la demande spéculative. De même, le marché des bureaux devint purement spéculatif. Les taux d'intérêt élevés pratiqués après la réunification allemande ont inévitablement aggravé la crise. Le sérieux de la situation exigeait des décisions urgentes fondées sur un constat de réalité dès 1992: titrisation, baisse des taux d'intérêt. En l'absence d'actions volontaristes, le marché n'opéra aucun miracle. Le désastre finit par se révéler au grand jour. Le marché de l'immobilier disparut quasiment entre 1992 et 1996, entraînant dans sa chute une partie du système bancaire. Il est des moments où un Etat doit réajuster sans retard sa politique afin d'éviter un appauvrissement général. Cela suppose qu'il ait conscience de sa capacité à intervenir dans le mécanisme de marché. La même crise avait

eu lieu à New York, Londres et Tokyo; elle surviendra bientôt à Shanghai ou Canton.
Si les taux longs sont déterminés par le marché, les taux courts restent à ce jour de la prérogative des banques centrales nationales. Par ce biais, les nations demeurent en définitive maîtressses de leur politique économique et de leur croissance, source naturelle de l'accumulation de l'épargne. Aujourd'hui, l'épargne domestique porte la majeure partie des emprunts nationaux français. Un examen plus approfondi montre d'ailleurs que les produits financiers nationaux sont majoritairement négociés sur leur Place d'origine. Pour des raisons d'ordre évidemment culturel, les industries financières se défendent mieux chez elles. Sous-estimer ses propres potentiels et se croire exclusivement dépendant de l'épargne internationale est une forme d'effacement du politique devant le financier.

Quoi qu'il en soit, le marché continue son expansion inexorable. Après les pays de l'Europe de l'Est, ce sont les pays émergents, dont la Chine, qui se mettant en conformité avec le reste du monde, créent leurs propres marchés de produits financiers standardisés. Sous prétexte de dérèglementation, tous les pays développés ou en passe de l'être se soumettent aux règles, instaurées par eux-mêmes, qui régissent des marchés bien sûr nécessaires. Croissant de façon autonome, ces marchés soumettent leurs concepteurs à leur pouvoir.

Réalisation suprême de la modernité, le marché a généré un temps vide, où les heures ne sont plus que celles des informations, jalons d'une temporalité nouvelle où ne sont plus différenciés ni le jour ni la nuit; abolissant les frontières, il a créé un espace mondial totalement uniformisé. Forme suprême de l'aliénation à une raison extérieure à l'homme, une économie qui serait totalement rationnelle et rendrait inutile le politique, le marché paraît jouir d'une vie autonome. Mais sans doute est-il possible que le politique se rappelle un jour qu'il fût naguère l'initiateur de cet instrument et que sa propre imperfection se reflète forcément dans son oeuvre.