

Marchés financiers : les effets pervers de la « transparence »

CHRONIQUE

PIERRE-YVES GOMEZ

LA CRISE financière que nous traversons met sérieusement en cause le principe sacro-saint de transparence des marchés. On semble en effet découvrir soudainement l'existence des subprimes et de leur titrisation en cascade, dont les conséquences sont considérables. Or ces opérations étaient certes très compliquées, mais elles n'ont jamais été dissimulées intentionnellement. On ne peut donc pas se rassurer en dénonçant des comportements malhonnêtes comme, par exemple, dans le cas de la faillite d'Enron, dont les dirigeants avaient volontairement dissimulé des informations. Cette fois, les opérations étaient conformes aux normes et contrôlées à différentes étapes de leur réalisation. On peut donc se demander pourquoi, malgré cela, les spécialistes de la finance paraissent découvrir ce qu'ils étaient censés maîtriser.

La transparence de l'information s'est imposée dans les années 1980 comme un effet de la financiarisation des économies. Théorisée par des économistes néolibéraux, notamment Eugène Fama et Michaël Jensen, elle est devenue un pilier de la « bonne gouvernance ». Dans leur logique, pour que la régulation par le marché financier fonctionne, les opérateurs doivent être parfaitement informés sur les entreprises, de manière à faire des placements rationnels en sélectionnant les sociétés les plus performantes. Parallèlement, la transparence réduit la spéculation boursière, puisqu'elle diminue les asymétries d'information et les profits anormaux qu'on peut en tirer.

D'où l'exigence, imposée aux entreprises et aux institutions financières, de transmettre aux marchés des masses d'informations. Ainsi, la directive européenne de 2005 a rendu obligatoire, pour les sociétés cotées, la publication de rapports financiers annuels et semestriels, d'une note d'information trimestrielle sur les résultats et d'un rapport annuel du président sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise. Jamais dans l'histoire du capitalisme autant d'informations sur le système productif n'ont été exigées et rendues aussi librement disponibles. Ce qui n'a pas empêché la crise actuelle.

En fait, les vertus magiques prêtées à la transparence sont mises en doute depuis

longtemps. Tout d'abord, l'impact sur la spéculation n'est pas évident. Plus l'information est dense, plus il y a conflit des interprétations, ce qui peut accroître la spéculation et non la diminuer (« *The Pros and Cons of Higher Transparency : The Case of Speculative Attacks* », par Jean-Pierre Allégret et Camille Cornand, 2006, in *Louvain Economic Review*, n°72/3, pp. 215-246).

En deuxième lieu, depuis une dizaine d'années, les recherches sur la finance comportementale comme celles de Robert Shiller montrent que les calculs économiques rationnels dépendent de la psychologie des marchés, c'est-à-dire des représentations que les financiers se font de leur environnement. L'information ne crée pas seulement de la transparence, elle produit aussi cet environnement et, finalement, un flou nécessaire pour prendre des décisions. On redécouvre ce que les spécialistes des probabilités connaissent bien et que Keynes avait établi dès les années 1930 (« *Finance internationale : l'illusion de la transparence* », par Frédéric Lordon, 2001, in *Critique internationale* n°10, pp. 6-11).

Enfin, il y a le coût de l'information que génère l'idéal de transparence. Emettre des flux de données est très coûteux pour les entreprises, mais les interpréter est encore plus coûteux pour les opérateurs de marché. Aussi ont-ils tendance à se focaliser sur quelques indicateurs simples et à négliger ce qui est complexe. L'effet pervers peut être considérable, car la masse importante considérable d'informations disponibles rassure, alors que son utilisation pour évaluer la réalité économique des entreprises reste assez limitée.

C'est pourquoi, dans la crise actuelle des subprimes, c'est l'impossibilité d'analyser l'information, et non son défaut, qui a constitué un leurre. Beaucoup d'informations étaient transparentes dans les comptes des établissements financiers à différentes étapes du montage des produits mais, faute de temps ou de moyens, il n'était physiquement pas possible de les décrypter. Un proverbe arabe dit assez joliment : « Si tu veux rendre une chose invisible, mets-la dans le soleil »... ■

Pierre-Yves Gomez est professeur à l'EM Lyon et directeur de l'Institut français de gouvernement des entreprises (www.ifge.eu).