



Courtiers à la Bourse de Buenos Aires, Argentine

Petits poissons, grande mare

Quel avenir s'offre aux marchés financiers des pays en développement dans une économie mondialisée?

Augusto de la Torre et Sergio Schmukler

LE SYSTÈME financier mondial — en particulier les marchés des capitaux — s'est profondément transformé ces trente dernières années, devenant beaucoup plus profond, plus diversifié et plus intégré. Bien que ce changement se soit produit surtout dans les centres financiers et les pays développés, il a été sensible également dans les pays en développement. Un grand nombre de ceux-ci ont cherché à approfondir le marché des valeurs mobilières en procédant à de grandes réformes, notamment dans les années 90. Ils ont libéralisé leur système financier, amélioré le climat des investissements (par la stabilisation macroéconomique et un environnement plus favorable aux entreprises), mis en place de nouveaux dispositifs et institutions de contrôle et amélioré l'infrastructure de base nécessaire au fonctionnement des marchés financiers. De nombreux pays ont en outre remanié leur régime de retraite et privatisé les entreprises publiques, espérant favoriser par là le développement des marchés financiers.

Les réformes se sont intensifiées, et avec elles les attentes concernant l'évolution des marchés financiers dans les pays en développement. Ces hautes attentes ne se sont toutefois pas concrétisées dans bien des pays. Au bout de vingt années de réforme, la situation dans ces pays est assez contrastée. Leur rythme de croissance, quoique rapide dans l'ensemble, n'a pas été aussi spectaculaire que dans les pays développés. Certains pays ont vu le marché des valeurs mobilières marquer le pas,

voire se contracter, surtout le marché des actions et des obligations libellées en monnaie nationale. Les pays d'Amérique latine, en particulier, ont embrassé l'intégration financière avec plus d'enthousiasme que les pays asiatiques, mais ils ont pris un retard considérable sur ces derniers dans l'approfondissement du marché intérieur des valeurs mobilières. Ces résultats sont décourageants, récompense trop maigre de leurs intenses efforts de réforme. Ils sont en outre déconcertants par le manque de clarté et de consensus qu'ils impliquent sur les moyens de modifier le programme de réforme des marchés financiers.

Le présent article, qui a pour objet de jeter de la lumière sur ces résultats contrastés, fait ressortir la nécessité de prêter davantage attention aux rôles que jouent le degré d'intégration et la taille des marchés des valeurs mobilières dans leur développement. Il conclut que les responsables devront modifier leurs attentes et adopter une nouvelle approche pour développer les marchés financiers intérieurs.

Regard sur les marchés financiers peu performants

Il est difficile d'attribuer les performances médiocres des marchés des actions et obligations des pays en développement à leurs fondamentaux macroéconomiques et institutionnels (comme la stabilité monétaire, leur développement global, leur poids économique et l'état de droit) ou aux réformes des marchés financiers. En fait, les résultats empiriques d'une récente

étude de la Banque mondiale, dans laquelle les marchés financiers latino-américains sont comparés à ceux d'autres régions, montrent que de meilleurs fondamentaux favorisent à la fois le développement du marché des valeurs mobilières des pays et son internationalisation (émission et négociation de titres à l'étranger), mais pas de façon symétrique. À mesure que les fondamentaux s'améliorent, les émissions et négociations de titres à l'étranger s'accroissent en réalité *par rapport* à l'activité intérieure. De même, la mise en place de réformes a un plus grand effet positif sur l'internationalisation du marché des valeurs mobilières que sur l'activité du marché intérieur.

Contrairement aux attentes, cette internationalisation des marchés des valeurs mobilières n'a pas intensifié l'activité du marché intérieur, dont la liquidité s'est réduite dans de nombreux cas. La baisse de la liquidité des entreprises qui émettent des titres à l'étranger s'accompagne de répercussions négatives : la liquidité des entreprises absentes des marchés boursiers étrangers en est affectée. Il y a par ailleurs détournement des flux. La liquidité qui reste sur le marché intérieur des valeurs mobilières a tendance à se concentrer dans les entreprises qui ont accès aux marchés de capitaux internationaux.

Ces effets ont été marqués dans les pays d'Amérique latine, conduisant au lent développement de leur marché des valeurs mobilières. Les marchés de ces pays ne sont pas seulement à un stade de développement inférieur aux attentes, ils sont aussi moins sensibles aux réformes. Par contre, l'Amérique latine affiche un degré d'internationalisation « excessif » du marché des valeurs mobilières, qui s'explique en partie par la privatisation intense qui a orienté les nouvelles émissions vers les marchés internationaux et s'est traduit par de nombreuses radiations (voir graphique). Si elle est assurément hors de la norme, l'Amérique latine n'est pas la seule, car certains des petits pays développés et en développement d'Europe font face à des schémas d'évolu-

tion analogues. L'Asie de l'Est, en revanche, fait apparaître un comportement différent; en effet, le marché des obligations et actions de plusieurs de ces pays se développe relativement bien.

Un fossé déconcertant

Comment ces résultats aident-ils à expliquer le fossé entre les hautes attentes et les réformes intenses des années 90, d'une part, et le faible niveau de développement des marchés financiers intérieurs, d'autre part? Ils remettent en question la validité des théories traditionnelles à ce sujet. Selon l'une de ces théories, ce fossé est le résultat de l'impatience et d'efforts de réforme imparfaits et incomplets, et il faut laisser aux forces du marché le temps d'agir tout en allant de l'avant dans les réformes. D'après cette théorie, les éléments de base des réformes nécessaires sont bien connus — les « pratiques optimales » étant déjà décrites dans de nombreux codes et normes internationaux. Mais elle ignore en grande partie le constat que les améliorations des fondamentaux institutionnels et macroéconomiques et l'application de réformes non seulement favorisent le développement du marché intérieur des valeurs mobilières, mais aussi — et dans une plus large mesure — suscitent une plus grande tendance à émettre et négocier des titres à l'étranger. Tout en n'invalidant pas l'importance des réformes, cette conclusion appelle clairement une profonde modification des attentes et laisse penser qu'il faut revoir les questions liées à la mondialisation financière pour réajuster les attentes.

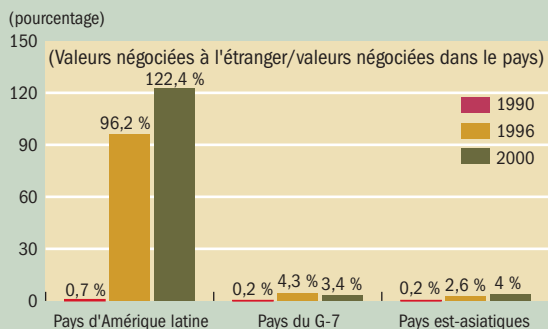
Une autre théorie attribue le fossé à une mauvaise hiérarchisation des réformes. Elle souligne qu'il importe de mettre en place un bon dispositif institutionnel et réglementaire et de développer le marché intérieur des obligations en monnaie nationale avant de libéraliser le marché financier. La recommandation d'attendre que certaines conditions soient en place avant de permettre à la concurrence de jouer librement est valable, en principe. Mais la réalité de l'économie politique est que la réforme institutionnelle n'est pas simplement le résultat de la logique, qui, dans la plupart des cas, ne suffit pas pour venir à bout de l'opposition des victimes des réformes, lesquelles en ressentent tout de suite les effets et peuvent monter une résistance organisée au changement. Les bienfaits des réformes mettent du temps à se concrétiser et sont partagés entre de nombreux gagnants. Peu motivés à agir en groupe, ils restent en général plus ou moins silencieux et inorganisés. L'histoire montre amplement que la concurrence étrangère incite les opérateurs intérieurs à devenir plus efficaces et, partant, modifie leur attitude à l'égard de la réforme — les poussant à défendre les réformes mêmes auxquelles ils s'étaient précédemment opposés.

Le fond du problème, c'est que ces deux théories ignorent des éléments cruciaux ou ne les abordent pas comme il convient. L'étude de la Banque mondiale offre une vision complémentaire qui fait ressortir la nécessité de prendre du recul et de ré-examiner les implications de certaines questions fondamentales — comme la mondialisation financière, la liquidité, la diversification et la taille des marchés — avant de passer à une reformulation plus concrète du programme de réforme.

Rôle de la mondialisation financière. La mondialisation financière complique à divers égards la politique concernant les marchés des actions et obligations. Sur le marché obligataire, elle amplifie les problèmes posés par une monnaie faible. La présente vague de mondialisation — qui se déroule sur fond de taux de change flottants — procure des avantages qui sont

Une plus grande internationalisation

La proportion des titres de participation sud-américains négociés à l'étranger dépasse sensiblement celle des titres d'autres régions.



Sources : Bank of New York et base de données sur les marchés émergents de Standard & Poor.

Note : On a calculé les séries en agrégeant les données des entreprises pour chaque pays. Sur le graphique sont portées les moyennes du ratio de la valeur des titres de participation négociés à la bourse des États-Unis (sous forme de certificats américains d'actions étrangères) à la valeur des titres négociés aux bourses nationales. Dans le cas des pays du Groupe des Sept, il s'agit de moyennes pour l'Allemagne, le Canada, la France, l'Italie et le Japon. Le Royaume-Uni et les États-Unis en sont exclus parce qu'ils sont considérés comme des centres financiers internationaux. Les données relatives à l'Asie de l'Est sont des moyennes pour la Corée, Hong Kong, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Taiwan et la Thaïlande. En ce qui concerne les pays d'Amérique latine, ce sont des moyennes pour l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou et le Venezuela.

d'autant plus grands que la monnaie nationale exerce bien deux fonctions à la fois : celle d'amortisseur de chocs et celle de réserve de valeur fiable pour l'épargne. Bien remplir ces deux fonctions est déjà difficile en soi pour toutes les monnaies autres que les quelques unités monétaires internationalement utilisées comme avoirs de réserve. La tâche est considérablement plus compliquée si la monnaie nationale n'est pas pleinement reconnue, même dans le pays, comme réserve de valeur fiable pour l'épargne. Cette situation encourage l'établissement de contrats financiers qui sont soit fortement dollarisés, soit essentiellement de courte durée. Le bilan des débiteurs fait ainsi apparaître de larges positions non couvertes qui rendent le système financier vulnérable aux fortes dépréciations soudaines de la monnaie en termes réels, dans le premier cas, et aux augmentations du taux d'intérêt réel, dans le second. En de telles circonstances, non seulement la marge de manœuvre est limitée, mais il est inévitablement difficile de concilier la fonction d'amortisseur de la monnaie et sa fonction de réserve de valeur.

Par opposition, l'internationalisation des marchés des actions ne crée pas d'asymétrie au bilan des émetteurs de titres et ne rend donc pas le système vulnérable, même si le pays en question a une monnaie faible. Les contrats sur actions ne comportent pas de risque de défaut parce que l'émetteur n'est pas tenu d'effectuer des paiements qui sont sans rapport avec ses performances. Celles-ci peuvent certes être affectées par les fluctuations du taux de change réel, mais ces effets sont répercutés sur les investisseurs par le biais des variations des paiements de dividendes. Mais, parce que la mondialisation nuit à la liquidité du marché intérieur des valeurs mobilières, l'internationalisation de l'émission et de la négociation des actions risque de poser un dilemme — qui peut être aggravé par le fait que, à mesure qu'une économie en développement s'intègre au système financier mondial, les émetteurs de titres de participation sont plus portés à opérer à l'étranger que sur les marchés intérieurs. En effet, une fois que les entreprises pourront franchir le seuil des coûts et de la taille requis pour émettre des actions à des prix raisonnables dans les centres financiers mondiaux plus profonds et nettement plus liquides, elles ne verront aucun avantage à émettre des actions sur les marchés intérieurs.

Rôle de la liquidité, de la diversification et de la taille des marchés. Pour nombre de pays en développement, en particulier les petits d'entre eux, l'illiquidité engendre l'illiquidité parce qu'elle limite la capacité des investisseurs de dénouer leurs positions sans affecter les prix, décourageant ainsi l'entrée de nouveaux acteurs, ce qui, à son tour, limite davantage la liquidité. Les répercussions en sont très vastes, étant donné que l'illiquidité empêche fondamentalement la «révélation des prix» — l'une des fonctions les plus distinctives des marchés des titres par rapport aux marchés bancaires. De même, tout porte à croire que, dans de nombreux pays, le marché intérieur des valeurs mobilières ne semble rien ajouter directement à la diversification des risques, au-delà de la fonction déjà exercée par les banques intérieures, tandis que la diversification des risques par les investisseurs de portefeuille internationaux a tendance à marginaliser les petits pays et les petites entreprises émettrices.

L'illiquidité et la diversification insuffisante des portefeuilles sont liées à une caractéristique prédominante des marchés financiers de maints pays en développement : leur petite taille. La petite taille des marchés et des entreprises influe sur leur liquidité, qui est une fonction positive des économies d'échelle et des

effets d'agglomération. Lorsque la liquidité est compromise par la petite taille de l'économie, il faut se demander s'il existe des marchés intérieurs de valeurs mobilières à la mesure des petites économies ouvertes et quel serait leur rôle. En outre, la diversification des risques y est limitée par la pénurie d'actifs. Dans la mesure où il y a un coût de placement fixe, les investisseurs veulent pouvoir faire un minimum de placements, ce qui aura tendance à segmenter le marché, à exclure les petits émetteurs et à limiter les possibilités de diversification des risques.

Refonte du programme de réforme

Lorsqu'ils cherchent des moyens novateurs de mettre en place un marché financier intérieur, les responsables voudront sans doute commencer par déterminer s'il pourrait réalistement être assez grand pour soutenir un marché secondaire liquide de titres privés. Pour les pays qui peuvent atteindre ce seuil, il serait relativement facile d'élaborer les réformes nécessaires, ne serait-ce que parce qu'ils pourraient mettre à profit l'expérience des marchés de capitaux développés. Les réformes n'en devraient pas moins être sensiblement remaniées, en particulier pour être mieux adaptées aux exigences de la mondialisation financière. L'esquisse d'un programme de réforme du marché intérieur des valeurs mobilières des petits pays est une tâche plus difficile, car elle demande une réflexion plus profonde face aux contraintes imposées par leur taille. Cette esquisse devra s'accompagner d'une définition réaliste de ce que l'on peut attendre de marchés de titres appelés à être illiquides. Des questions du même ordre se posent concernant la participation des petites entreprises aux marchés financiers, quelle que soit la taille du pays.

La réforme des marchés financiers des pays en développement devrait viser à assurer une meilleure intégration aux marchés financiers mondiaux tout en permettant le développement du système financier intérieur. Éviter la mondialisation financière est une action qui n'est ni réaliste ni souhaitable à long terme, ne serait-ce parce que l'intégration conduit à la réforme. Une vision plus large ferait apparaître les liens entre les marchés financiers et, en particulier, les moyens par lesquels les marchés financiers des pays en développement peuvent améliorer le fonctionnement du système financier dans son ensemble. Ces liens sont cruciaux dans les domaines du logement, de l'infrastructure et de la finance structurée, où les marchés des titres intérieurs et internationaux peuvent aider à concevoir des produits adaptés, tels que les titres adossés à des actifs, partageant les risques entre un plus grand nombre d'opérateurs et assurant l'entrée en scène de nouveaux investisseurs institutionnels. Une plus grande concurrence sur les marchés financiers, conjuguée à de constantes améliorations de l'environnement contractuel, finira par intensifier et élargir la prestation de services financiers, produisant de nouveaux véhicules et instruments «relais» destinés à remédier à tout défaut d'accès potentiel. ■

Augusto de la Torre est Conseiller principal, secteur financier régional, pour l'Amérique latine et les Caraïbes, Banque mondiale. Sergio Schmukler, économiste principal, Groupe de recherche sur le développement de la Banque mondiale, est de passage au Département des études du FMI.

Cet article s'inspire d'une étude de la région de l'Amérique latine et des Caraïbes, «Whither Latin American Capital Markets?» (Washington, Banque mondiale), effectuée sous la direction de Schmukler et de la Torre, ainsi que de plusieurs documents de référence. Le texte du rapport et les documents de référence sont affichés sur le site <http://www.worldbank.org/laccapitalmarkets>.